



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 176/2018-CVM/SEP/GEA-4

Rio de Janeiro, 30 de agosto de 2018.

À SEP,

Assunto: Pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência da convocação de AGE - FIBRIA CELULOSE SA

Processos CVM nº 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34

1. Trata-se de análise de pedidos de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de Assembleia Geral Extraordinária de Fibria Celulose SA ("Fibria" ou "Companhia") convocada para 13.09.2018 encaminhados por Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações ("Tempo") e JGP Equity Explorer Master FIM e outros fundos ("Fundos JGP", em conjunto com Tempo, "Reclamantes" ou "Requerentes").
2. A assembleia foi convocada para deliberar acerca da reestruturação societária ("Operação" ou "Reorganização") envolvendo Fibria e Suzano Papel e Celulose SA ("Suzano"), divulgada por meio de fato relevante de 16.03.2018.

I) HISTÓRICO

Do Processo 19957.007756/2018-46

3. Em 13.08.2018, Tempo, na qualidade de acionista de Fibria, apresentou requerimento de interrupção de prazo de antecedência de convocação de assembleia Geral Extraordinária, a fim de que a CVM conheça e analise a legalidade dos itens (i), (ii), (iii) e (iv) da Ordem do Dia da AGE convocada para o dia 13.09.2018, nos seguintes e principais termos (0577121):
 - a. considerando que a AGE foi convocada para o dia 13.09.2018, às 9h30, o requerimento, protocolado em 13.08.2018, isto é, com 30 (trinta) dias de antecedência, é tempestivo, nos termos do art. 3º, § 3º, c/c o art. 2º, § 2º, da Instrução CVM nº372/02;
 - b. o pedido de interrupção, conforme reiteradas manifestações do Colegiado e da área técnica da CVM, é um instrumento processual que se mostra inapropriado para a análise e discussão de questões de elevada complexidade,

especialmente fáticas, tendo em vista as limitações inerentes ao referido procedimento;

- c. no presente caso, estão presentes três circunstâncias que demonstram não ser esta a situação:
- i. as questões submetidas à apreciação dessa Comissão neste Requerimento já foram previamente submetidas no Processo 19957.005818/2018-85, com uma antecedência de três meses, em relação à data prevista para realização da AGE;
 - ii. a Companhia optou por antecipar a convocação da AGE para tentar frustrar o trabalho de análise dessa Autarquia. Isto se verifica na Proposta da Administração, que submete à AGE matéria cuja legalidade a Companhia sabe que está sendo analisada pela CVM e cuja eficácia dependerá ainda de inúmeras aprovações futuras. A Companhia busca criar um fato consumado antes de a área técnica da CVM e, conseqüentemente, o Colegiado da autarquia concluírem o seu trabalho de análise da matéria;
 - iii. não estão presentes no requerimento matérias cuja complexidade tradicionalmente se reputa como incompatíveis com o procedimento de interrupção, tais como análise de laudos de avaliação ou a adequação do preço de emissão de ações em aumentos de capital. De fato, o presente processo trata de ilegalidades que, no entendimento do Requerente, sobressaem de perfunctória análise do material em anexo;
- d. a não apreciação deste Requerimento poderá promover prejuízo irreparável para os acionistas da Companhia, que serão desapropriados de suas respectivas participações societárias na Companhia em termos e condições de flagrante ilegalidade;
- e. conforme já mencionado, a eficácia da consumação da Operação está condicionada a uma série de eventos que não ocorrerão no prazo de apreciação do requerimento. Ou seja, o deferimento, mesmo que o Colegiado entenda contrariamente ao seu mérito, o que se cogita para argumentar, não provocará qualquer atraso à Operação;
- f. por todos estes motivos, recomenda-se a interrupção do prazo de antecedência de convocação da AGE, por 15 (quinze) dias, a fim de que o Colegiado da CVM possa proferir, em caráter definitivo e conclusivo, seu entendimento acerca do mérito das matérias ora tratadas;
- g. a Operação está dividida nas seguintes quatro etapas, todas elas interdependentes, vinculadas entre si e realizadas concomitantemente e, portanto, parte de um todo indissociável:
- i. Primeira Etapa: aumento de capital de uma empresa de prateleira, a Eucalipto Holding S.A. ("Holding"), mediante a emissão de novas ações ordinárias ao valor de R\$ 52,50 (ajustado nos termos do Protocolo e Justificação) as quais serão totalmente subscritas e integralizadas pela Suzano. Após a conclusão da Segunda Etapa (*infra*), Suzano deverá ser titular de 61% (sessenta e um por cento) do total de ações ordinárias e 44% (quarenta e quatro por cento) do capital total da Holding;
 - ii. Segunda Etapa: incorporação da totalidade das ações de emissão da Companhia pela Holding, por seu valor econômico, sendo que para cada ação ordinária de emissão da Companhia serão entregues 1 ação

ordinária e 1 ação preferencial resgatável de emissão da Holding;

- iii. Terceira Etapa: resgate da totalidade das ações preferenciais de emissão da Holding, com o pagamento, para cada 1 ação preferencial de emissão da Holding resgatada, do valor de R\$ 52,50, ajustado nos termos do Protocolo e Justificação. Uma vez resgatadas, as ações preferenciais da Holding serão canceladas contra reserva de capital; e
 - iv. Quarta Etapa: na mesma data, como ato subsequente e interdependente do Resgate, incorporação da Holding pela Suzano, pelo valor patrimonial contábil da Holding, com a consequente extinção da Holding e sucessão, pela Suzano, com a consequente migração dos então acionistas da Holding para o quadro acionário da Suzano;
- h. a AGE insere-se como a Segunda Etapa desta Operação e conforme os termos do Edital de Convocação, os acionistas da Companhia foram convocados para deliberar, dentre outras matérias, acerca dos seguintes itens da ordem do dia:
- i. aprovar a dispensa da realização da oferta pública de aquisição de ações de emissão da Companhia prevista no artigo 33 do Estatuto Social da Companhia, com o quórum de instalação do artigo 135 da Lei nº 6.404/1976 (“Lei das S.A.”), no contexto da proposta de reorganização societária;
 - ii. aprovar os termos e condições do Protocolo e Justificação;
 - iii. aprovar a Operação, nos termos e condições do Protocolo e Justificação;
 - iv. Autorizar os administradores da Companhia a (i) subscrever, em nome dos acionistas da Fibria, as novas ações ordinárias e as novas ações preferenciais a serem emitidas pela Holding, em decorrência da incorporação das ações da Fibria, e (ii) praticar todos e quaisquer atos adicionais que se façam necessários para implementação e formalização do Protocolo e Justificação e da Operação;”
- i. em que pese a divisão entre as fases, seu objetivo é a produção de dois efeitos: (a) na titularidade, pela Suzano, da totalidade das ações de emissão da Fibria; e (b) no recebimento pelos acionistas da Companhia, para cada ação ordinária de emissão da Companhia, de (i) R\$ 52,50 (cinquenta e dois reais e cinquenta centavos), valor este ajustado na forma do Protocolo e Justificação; e (ii) 0,4611 (zero vírgula, quatro, seis, um, um) ação ordinária de emissão da Suzano, relação esta ajustada na forma do Protocolo e Justificação;
- j. em outras palavras, portanto, para o acionista da Companhia, a relação de troca acima estabelecida implica na monetização de 80% do capital investido pelos acionistas de Fibria e na conversão dos 20% restantes em ações Suzano;
- k. não há dúvidas de que LSA adota o denominado princípio majoritário, por meio do qual se submete à maioria presente em uma assembleia geral o poder deliberar sobre parte relevante das decisões relativas à sociedade. Entretanto, nenhum poder, dentro de um ambiente social, pode ou deve ser absoluto, motivo pelo qual a própria LSA criou remédios e limitações ao seu exercício;
- l. a operação econômica ora submetida à apreciação da AGE corresponde, essencialmente, a uma alienação de controle, seguida de uma

incorporação de ações da Companhia pela Suzano;

- m. neste cenário, a legislação aplicável previu, dentre outros, dois remédios importantes: (a) em relação à alienação de controle, os acionistas minoritários teriam o direito e a alternativa - nunca a obrigação - de aderir ou não às condições de venda, em decorrência do direito de *tag along*; e (b) em decorrência da incorporação de ações, os acionistas minoritários que não exercessem o direito de venda conjunta teriam suas ações incorporadas na Suzano, sendo a relação de troca de ação da Companhia por ação da Suzano estabelecida conforme as regras legais aplicáveis;
- n. tivessem sido praticados apenas estes dois atos e respeitados os remédios aplicáveis, este Requerimento e a Reclamação não teriam sido realizados;
- o. com o intuito de burlar as limitações e remédios incidentes a estas duas operações, criou-se todo um “malabarismo societário”, em claro intuito de fraude à lei e ao minoritário;
- p. as etapas da Operação são “formalmente” conforme a lei, de forma que não existe qualquer ilegalidade formal na capitalização da Holding, na Incorporação de Ações da Companhia, no Resgate e assim por diante, mas sim uma finalidade oculta e diversa daquela que seria típica destes atos;
- q. haveria, efetivamente, um objetivo de desapropriar parte do capital investido pelos acionistas minoritários de Fibria, mediante a submissão deles aos termos e condições aprovados pelos Controladores Fibria;
- r. ao estruturar a Operação conforme descrito nos parágrafos anteriores, estaria sendo praticado um conjunto de atos societários com o único e exclusivo propósito de promover a desapropriação (travestida de Resgate) de parte substancial da base acionária minoritária de Fibria;
- s. nas matérias submetidas à AGE e nas matérias que lhe são correlatas – de maneira indissociável – estariam presentes as seguintes ilegalidades:
 - i. Criar direito para os Controladores Fibria que eles não possuem, por lei, pelo estatuto social ou por acordo de acionistas, qual seja, o de *drag along* de sua base acionária minoritária;
 - ii. Subtrair direito dos minoritários, decorrente da cláusula de *tag along*, de não aderir à alienação de venda de controle acionário dos Controladores Fibria para Suzano;
 - iii. Superar limitações às empresas listadas no Novo Mercado, da B3, notadamente no que se refere à transformação de ações ordinárias em preferenciais, sem observar as regras e procedimentos de saída do referido segmento;
 - iv. Burlar regras aplicáveis em operações de resgate de ações, notadamente a necessidade de tratamento igualitário a todos os acionistas de uma mesma classe e a obrigatoriedade de resgate por sorteio no caso do resgate parcial; e
 - v. Não cumprir as regras estatutárias da Companhia sobre Ofertas Públicas de Ações, em relação à realização de reestruturação societárias que, substancialmente, retiram o acionista do ambiente do Novo Mercado; afinal, 80% do valor das ações está sendo efetivamente liquidado e forçadamente excluído do ambiente de ações listadas no

referido segmento.

- t. a Operação foi anunciada ao mercado da mesma forma que todas as operações da desta natureza: com alarde e de modo a passar a impressão de que se estava atribuindo grande vantagem aos acionistas minoritários da Companhia que, de largada, já teriam asseguradas as mesmas condições econômicas negociadas para os os Controladores Fibria (sic). Como também acontece nestas ocasiões, sinergias bilionárias e de difícil aferição são divulgadas como verdades incontestáveis;
- u. quando se aproxima a lupa, entretanto, verifica-se imediatamente que os acionistas minoritários de Fibria têm o direito (previsto no Regulamento do Novo Mercado da B3 e no Estatuto Social dela) de alienar suas participações acionárias em igualdade de condições aos Controladores Fibria;
- v. além disto, as propagadas sinergias beneficiam apenas Suzano e não a base acionária de Fibria;
- w. o que sobressai do Compromisso, portanto, é um único propósito comercial dos Controladores Fibria, qual seja, o interesse deles de alienarem o controle e liquidarem parte relevante do seu capital investido;
- x. Tivesse sido contratada a alienação de controle de maneira direta com os Controladores Suzano, nas mesmas condições de preço que a Operação, e conferido o direito de tag along aos demais acionistas de Fibria – e não criado um drag along – esta Reclamação não existiria;
- y. em outras palavras, além daquele interesse legítimo (de alienar sua participação em Fibria), foi incorporado o interesse dos signatários do Compromisso de promoverem a liquidação forçada da participação dos acionistas minoritários, por meio de uma reestruturação societária com o único propósito comercial de viabilizar o drag along;
- z. diferentemente do que ocorre em outras jurisdições, no direito brasileiro, a operação de incorporação de ações não permite que se converta a participação societária dos acionistas da sociedade "incorporada" em algo diverso de ações da sociedade "incorporadora". Não podem os acionistas da sociedade "incorporada" receber, e.g. ativos, debêntures, notas promissórias ou mesmo dinheiro;
- aa. aqui verifica-se a PRIMEIRA FRAUDE e PRIMEIRA ILEGALIDADE, por infração ao § 3º, do Artigo 252, da LSA;
- ab. como a operação societária material proposta implicaria na impossibilidade de se atribuir dinheiro como contrapartida às ações "incorporadas" da Fibria, na Suzano, criou-se o expediente do Resgate precedente de ações, sendo os recursos para tanto vindos da "incorporadora", ou seja, a Suzano;
- ac. não se nega que a lei faculte que uma companhia resgate, na forma do Artigo 44, da LSA, as ações de sua emissão, sejam elas preferenciais ou ordinárias
- ad. Fibria, sendo uma empresa listada no Novo Mercado, possui apenas ações ordinárias de sua emissão. Nesta hipótese, há apenas a permissão legal de se proceder ao resgate de ações na forma do § 4º, do Artigo 44, da LSA, qual seja, "mediante sorteio";
- ae. Por expressa previsão legal, não tem a assembleia geral

competência para deliberar formas criativas e diversas do “sorteio” para promover o resgate;

- af. isto é, não pode ela, por exemplo, deliberar o resgate linear de 50% das ações ordinárias de cada acionista. Embora se estivesse, neste caso, dando um aparente tratamento igualitário aos sócios, na verdade, estar-se-ia deturpando o instituto e submetendo-o a lógica diversa e correspondente à conveniência do titular do controle, o que é expressamente vedado em lei;
- ag. o resgate estaria sendo deturpado de sua função legal para se transformar em um instrumento de efetivação de uma alienação forçada de ações, isto é, um *drag along*. Aqui restaria verificado, portanto, a segunda fraude e a segunda ilegalidade, por infração ao disposto no § 4º, do artigo 44, da LSA;
- ah. além disso, conforme referido, a Companhia é uma empresa listada no Novo Mercado da B3, em cujo regulamento está previsto, de maneira peremptória, no seu Artigo 8º que: “[a] companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias.”;
- ai. a emissão de ações desta natureza seria considerada uma violação ao Regulamento do Novo Mercado e teria como consequência necessária (a) a saída da empresa do Novo Mercado (Artigo 41, II, do Regulamento); e (b) a obrigatoriedade de realização de Oferta Pública de Ações, na forma prevista no Artigo 45, do mesmo Regulamento;
- aj. aqui verifica-se, portanto, a TERCEIRA FRAUDE e a TERCEIRA ILEGALIDADE, por infração ao disposto nos Artigos 8º, e 41, II, c/c 45, do Regulamento do Novo Mercado da B3;
- ak. a Companhia não poderia emitir ações preferenciais sem observar os procedimentos prévios de saída do Novo Mercado da B3, que incluem a realização de Oferta Pública de Ações. Para burlar a referida proibição, optou-se por estruturar a emissão de ações preferenciais não na Companhia, mas na Holding, uma empresa recém constituída e que não possui qualquer outra finalidade econômico-material além de viabilizar que se burle as regras do Novo Mercado da B3;
- al. além disto, um problema que se apresentou, considerando que a Operação, em sua essência, é uma alienação de controle e não uma incorporação de ações, foi conciliar todo este malabarismo societário com a transferência de dinheiro do comprador (Suzano) para o vendedor (Fibria);
- am. afinal, não havendo mais a transferência direta de recursos entre um e outro, caso Suzano aportasse o preço em Fibria, o resgate de ações necessariamente também a afetaria. Afinal, não poderia a Assembleia Geral deliberar sobre a proteção de determinado acionista da incidência do resgate;
- an. aqui verifica-se, portanto a QUARTA FRAUDE e a QUARTA ILEGALIDADE, por infração ao disposto no § 4º, do Artigo 44, da LSA;
- ao. para evitar esta limitação, a capitalização passou a realizar-se não na Fibria, como seria o natural, mas na Holding e apenas em contrapartida às ações que não serão objeto do Resgate, quais sejam, as ações ordinárias de emissão da Holding;
- ap. o caráter fraudulento da Operação é evidente e, em seu conjunto, verifica-se uma série de atos destinados a promover um ilegal drag along;
- aq. mas as ilegalidades da operação não se limitam ao seu caráter fraudulento;

ar. dentre as regras e condições aderidas ao listar-se no Novo Mercado, inclui-se a obrigatoriedade de o titular do poder de controle realizar Oferta Pública de Aquisição de Ações, na hipótese de uma assembleia geral extraordinária vir a deliberar a saída da Companhia do Novo Mercado ou caso essa saída venha a ocorrer em virtude de operação de reorganização societária, na qual os valores mobiliários de emissão da companhia resultante de tal reorganização não sejam admitidos à negociação no Novo Mercado no prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data da assembleia geral que aprovou a referida operação, regra esta também disposta no Artigo 40, do Estatuto Social da Fibria, abaixo transcrito.

“Artigo 40 - Caso os acionistas reunidos em Assembleia Geral Extraordinária deliberem a saída da Companhia do Novo Mercado ou caso essa saída venha a ocorrer em virtude de operação de reorganização societária, na qual os valores mobiliários de emissão da companhia resultante de tal reorganização não sejam admitidos à negociação no Novo Mercado no prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data da assembleia geral que aprovou a referida operação, o acionista ou grupo de acionistas que detiver o Poder de Controle da Companhia deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações, cujo preço mínimo a ser ofertado deverá corresponder ao Valor Econômico apurado em laudo de avaliação, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis.”

as. a reestruturação apenas converterá 20% do patrimônio investido pelos acionistas de Fibria em “valores mobiliários de emissão da companhia resultante de tal reorganização.” É de se dizer, com a reestruturação societária, parte mínima do capital investido pelos acionistas de Fibria continuará a ser mantido em uma empresa listada no Novo Mercado;

at. Ainda que, com o pagamento em dinheiro, seja atribuída liquidez ao referido investimento, trata-se de questão irrelevante, uma vez que a liquidez ou não do ativo resultante da reestruturação societária não foi o critério estatutário estabelecido para afastar a obrigatoriedade da realização da oferta pública;

au. verifica-se aqui a incidência da QUINTA ILEGALIDADE em violação ao Artigo 40, do Estatuto Social da Companhia, afinal, a Operação, para ser efetivada, deveria ser precedida de Oferta Pública de Aquisição de Ações por Saída do Novo Mercado, conforme previsto no Artigo 40, do Estatuto Social da Fibria;

av. a Operação contém uma série de ilegalidades, todas elas mascaradas de forma a ocultar a fraude à lei, isto é, a realização de atos formalmente regulares para se atingir finalidades ilegais ou defesas em lei, seja por vedação em lei estrito senso, do próprio Estatuto Social da Companhia ou do regulamento do Novo Mercado da B3, conforme já mencionado;

aw. a fraude à lei, segundo todas as doutrinas consultadas, constitui-se em um dos limites ao exercício do poder de controle, ao princípio majoritário, à liberdade de contratar, à segurança jurídica e a todos os demais corolários tão caros aos grupos de controle que buscam obter vantagens indevidas em reorganizações societárias;

ax. em sua manifestação, a Companhia busca contemporizar os aspectos nocivos da Operação sob a justificativa de que se estaria realizando uma estrutura de reorganização societária rotineira no mercado de capitais brasileiro. Neste sentido, reconhecer a procedência do requerimento seria violar a segurança jurídica da Companhia. Para tanto, foram invocados casos que

serviriam de precedentes;

- ay. contudo, não há nenhum precedente real para a Operação. Consequentemente, é de todo incorreta a invocação da proteção da segurança jurídica na realização da Operação e, muito menos, de um reconhecimento dessa Comissão de Valores Mobiliários sobre a lisura e regularidade da Operação;
- az. nenhuma das questões deste Requerimento foram analisadas no conjunto de casos acima. Embora as operações paradigmas tenham sido apreciadas pela área técnica e, em alguns casos, pelo próprio Colegiado, em nenhum momento foi levado ao seu conhecimento os efeitos fraudulentos e que podem advir desta estrutura de reorganização societária;
- ba. as empresas, cujas respectivas bases acionárias foram incorporadas, eram corporations, isto é, empresas sem acionistas controladores. As implicações desta característica das sociedades incorporadas são inúmeras, mas destacamos o fato de que, nestes casos, a operação foi gestada e negociada pela própria administração das empresas envolvidas e considerando o interesse social da respectiva empresa e não o interesse comercial de um ou outro acionista, como ocorre com a Operação;
- bb. além da origem, da natureza das empresas envolvidas e do interesse que justificou as respectivas reestruturações, o que diferencia estas operações do que se cogita realizar na Operação é que essa inseriu a reestruturação societária em uma estrutura de alienação de controle, com todas as implicações relacionadas ao interesse negocial do alienante e do adquirente de controle;
- bc. a Operação sequer poderia ser submetida à deliberação da Assembleia Geral, independente de os controladores participarem ou não, sob pena de se submeter à deliberação social um interesse que nada diz respeito à Companhia e que não diz respeito ao interesse da coletividade;
- bd. Caso se considere, entretanto, que a Operação pode ser submetida à aprovação dos acionistas de Fibria, o que se cogita para argumentar, cumpre notar que, conforme estabelece o caput do artigo 115, da Lei das S.A.,
- be. embora o exercício do direito de voto seja uma faculdade do acionista, o voto deve ter por objeto o atendimento do interesse da Companhia;
- bf. a partir deste dever de exercer o direito de voto no interesse da companhia surgem as demais regras disciplinadoras do exercício de tal direito. E uma das mais importantes, que impõe restrição insuperável aos acionistas, identifica o voto abusivo e veda o exercício do direito de voto sempre que verificada sua ocorrência;
- bg. quando estão presentes as características de um voto abusivo, aplica-se indiscutivelmente a proibição de voto;
- bh. entende-se que os Controladores Fibria, assim como os acionistas a eles vinculados, estão impedidos de participar das deliberações envolvendo a Operação, tendo em vista a aplicabilidade, no caso, do disposto no caput e § 1º, do Artigo 115, da Lei das S.A.
- bi. ante o exposto, requer-se, em caráter cautelar, a interrupção do curso do prazo de convocação da AGE, por até 15 (quinze) dias, com fulcro no art. 3º, da Instrução CVM nº 372/02, a fim de que a CVM conheça e analise a legalidade dos itens (1), (2), e (3) e (4), da Ordem do Dia da AGE, à luz dos seguintes dispositivos: (a) § 3º, do Artigo 252, da LSA; (b) § 4º, do Artigo 44, da LSA; 8º, e 41, II, c/c 45, do Regulamento do Novo Mercado da B3; e (d) Artigo 40,

do Estatuto Social da Companhia;

- bj. no mérito, requer-se que seja analisada a legalidade dos seguintes pontos da Operação e da Proposta da Administração para a AGE:
- i. Criar direito para os Controladores Fibria que eles não possuem, por lei, pelo estatuto social ou por acordo de acionistas, qual seja, o de *drag along* de sua base acionária minoritária;
 - ii. Subtrair direito dos minoritários, decorrente da cláusula de *tag along*, de não aderir à alienação de venda de controle acionário da Companhia;
 - iii. Violar regra do Novo Mercado, da B3, notadamente no que se refere à transformação de ações ordinárias em preferenciais, sem observar as regras e procedimentos de saída do referido segmento;
 - iv. Burlar regras aplicáveis em operações de resgate de ações, notadamente a necessidade de tratamento igualitário a todos os acionistas de uma mesma classe e a obrigatoriedade de resgate por sorteio no caso do resgate parcial;
 - v. Descumprir das regras estatutárias da Companhia sobre Ofertas Públicas de Ações, em relação à realização de reestruturação societárias que, substancialmente, retiram o acionista do ambiente do Novo Mercado; afinal, 80% do valor das ações está sendo efetivamente liquidado e forçadamente excluído do ambiente de ações listadas no referido segmento; e
 - vi. diante dos pontos acima, o impedimento dos Controladores Fibria de participarem das deliberações envolvendo a Operação, tendo em vista a aplicabilidade, no caso, do disposto no *caput* e § 1º do art. 115 da Lei das S.A.
4. Em 14.08.2018, foi enviado Ofício nº 138/2018/CVM/SEP/GEA-4 ao Diretor de Relações com Investidores da Companhia, solicitando a manifestação da Companhia (0577124).
5. Em 16.08.2018, foi encaminhada resposta em atendimento ao citado ofício nos seguintes e principais termos (0579414) :
- a. a Companhia reporta-se às suas respostas encaminhadas à Superintendência de Relações com Empresas em 02.07.2018 e 10.08.2018 (0548376 e 0576238), as quais contêm todos os argumentos que confirmam a absoluta regularidade e legitimidade da Reorganização Societária;
 - b. sobre a inexistência de suposta “antecipação” da convocação da Assembleia Geral da Fibria, a convocação das Assembleias Gerais da Fibria e da Suzano estava condicionada apenas à “obtenção da declaração de eficácia pela Securities and Exchange Commission dos Estados Unidos da América (“SEC”) do formulário de registro (registration statement) protocolado (...) pela Suzano junto à SEC para fins da convocação, realização e deliberação da Operação pela Assembleia Geral de Acionistas da Fibria”, informação esta contida expressamente na Cláusula 3.3.1.2 do Compromisso de Voto celebrado entre acionistas controladores da Fibria e a Suzano e seus acionistas controladores em 15.03.2018;
 - c. a convocação da Assembleia Geral da Fibria decorreu da obtenção da declaração de eficácia perante a SEC, não tendo absolutamente nenhuma relação com uma suposta tentativa da Companhia de “criar um fato

consumado”;

- d. o fato de a eficácia da Operação estar sujeita à implementação de condições suspensivas também não constitui qualquer obstáculo à realização da Assembleia Geral, sendo, aliás, prática recorrente no mercado a convocação de assembleias destinadas a deliberar sobre reorganizações societárias antes do implemento de condições usuais para a sua consumação, especialmente no que se refere à aprovação pelas autoridades de defesa da concorrência;
- e. no tocante aos prejuízos decorrentes de eventual deferimento do Requerimento, o eventual deferimento do pedido de interrupção, além de criar instabilidade e insegurança nas negociações com ações de emissão de duas companhias abertas, retardaria em, pelo menos, 45 (quarenta e cinco) dias a realização da Assembleia Geral da Fibria, não sendo possível afirmar de antemão que, durante este período, não seriam obtidas as demais autorizações necessárias para que a Operação possa ser consumada;
- f. o artigo 124, § 5º, inciso II, da Lei nº 6.404/1976, no qual Tempo fundamenta seu Requerimento, trata de prerrogativa de caráter excepcional e que pressupõe a observância de rito sumário;
- g. a CVM vem reconhecendo, em reiteradas decisões, que a interrupção do prazo de convocação, com base no aludido dispositivo legal, somente deve ser deferida nas hipóteses em que possa ser verificada, a priori e independentemente de dilação probatória, a existência de ilegalidades flagrantes nas deliberações a serem submetidas à assembleia geral;
- h. no presente caso, as matérias a serem submetidas à Assembleia Geral da Fibria, relacionadas à proposta de Reorganização Societária, não contêm qualquer ilegalidade, muito menos, flagrante ou evidente, que possa ser, a priori, identificada pela CVM;
- i. sobre o item (i) da ordem do dia – relativo à dispensa da realização da oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) prevista no artigo 33 do Estatuto Social da Fibria no contexto da Reorganização Societária – a possibilidade de assembleia geral aprovar a dispensa da aplicação de *poison pills* em determinadas situações específicas constitui característica inerente à própria natureza da cláusula, já que sua rigidez poderia inviabilizar operações de interesse social;
- j. mesmo que o estatuto social não preveja expressamente esta possibilidade, a assembleia poderia dispensar a exigibilidade da *poison pill* ou aprovar alterações em suas características diante de determinada operação que se revele em conformidade com o interesse social;
- k. tal entendimento já foi manifestado pela própria CVM, que, por meio de seu Parecer de Orientação nº 36/2009, portanto, que inexistente qualquer ilegalidade em relação ao item (i) da ordem do dia da Assembleia Geral Extraordinária da Fibria;
- l. os demais itens da ordem do dia da Assembleia Geral referem-se diretamente à Reorganização Societária, sendo que a Tempo não questiona que as diferentes etapas da Operação constituem todos negócios jurídicos lícitos, expressamente previstos na Lei das S.A.. O argumento em que a Requerente se apega na sua tentativa de sustentar a ilegalidade da Reorganização Societária é basicamente o de que essas diferentes operações teriam sido conjugadas com o objetivo de fraudar a lei;
- m. para que se pudesse cogitar da existência de fraude, sob a alegação

de que sua implementação visaria a burlar vedações estabelecidas na Lei das S.A., no Estatuto Social da Fibria ou no Regulamento do Novo Mercado, seria indispensável a comprovação concreta de que a Reorganização Societária teria sido deliberadamente realizada com tal finalidade;

- n. esse tipo de comprovação demandaria, necessariamente, uma dilação probatória incompatível com o expediente previsto no artigo 124, § 5º, inciso II, da Lei nº6.404/1976;
- o. assim, a interrupção do prazo de convocação da Assembleia Geral Extraordinária da Fibria somente se justificaria caso fosse constatada alguma ilegalidade flagrante nas propostas submetidas à Assembleia Geral da Companhia, que pudessem ser identificadas sem qualquer dilação probatória, não sendo o caso das supostas ilegalidades apontadas pela Tempo Capital, razão pela qual o Requerimento deveria ser prontamente indeferido;
- p. a Operação consiste em uma reorganização societária que tem por objetivo unir as bases acionárias e as operações da Fibria e da Suzano, não podendo ser tratada, como insistentemente pretende a Requerente, como uma alienação de controle sujeita ao disposto no artigo 254-A da Lei das S.A.;
- q. assim, não é aplicável ao caso presente, e a qualquer outra operação envolvendo incorporação de ações e de sociedades, o denominado direito ao *tag along* para os acionistas minoritários da Fibria;
- r. o que a Requerente classifica como “*drag along*” é, na verdade, uma característica inerente a qualquer operação de reorganização societária por meio de incorporação de ações ou de sociedades;
- s. as condições em que se realizará a Operação, inclusive a proporção entre a parcela em ações e a parcela em dinheiro a ser atribuída aos acionistas da Fibria ao final da Reorganização Societária, foram resultado de negociações travadas entre partes independentes, nas quais os acionistas controladores da Companhia atuaram, sem qualquer conflito, na defesa dos interesses comuns a todos os acionistas;
- t. não haveria qualquer ilegalidade – e tampouco fraude – em se combinar diferentes operações previstas na Lei das S.A. (aumento de capital, incorporação de ações, resgate e incorporação de sociedades) no âmbito de uma única Reorganização Societária, com o objetivo de viabilizar que a contrapartida devida aos acionistas da Fibria seja paga, ao final da Operação, parte em ações de emissão da Suzano e parte em moeda corrente;
- u. o que a Requerente denomina de “malabarismo societário” é, na verdade, uma das características próprias do Direito Empresarial e da Lei das S.A., qual seja, a liberdade das partes em combinar diferentes institutos jurídicos para se atingida determinada finalidade absolutamente legítima e que não é, de forma alguma, vedada pela lei societária (a fixação da relação de troca devida como resultado final da Operação parte em ações e parte em dinheiro);
- v. diferentes operações utilizando exatamente a mesma estrutura jurídica foram implementadas no mercado brasileiro desde 2008 (sempre envolvendo companhias abertas listadas no Novo Mercado), razão pela qual o hipotético acolhimento das alegações aduzidas pela Requerente significaria clara violação ao princípio da segurança jurídica, em prejuízo das partes que legitimamente negociaram as condições da Operação tendo em vista a existência destas operações similares;
- w. além disso, não haver nenhuma regra legal que estabeleça, em

operações societárias como a Operação aqui em análise, um limite para a parcela em ações e para a parcela em dinheiro, não se podendo criar este limite de forma arbitrária, como parece que a Requerente pretende fazer;

- x. não há violação ao artigo 252, § 3º, da Lei das S.A., pois o dispositivo em tela não veda que, além de ações de emissão da incorporadora, os acionistas da companhia “incorporada” também recebam uma parcela da relação de troca em dinheiro;
- y. não há restrição neste ou em qualquer outro dispositivo da lei societária, sobre a espécie e classe das ações que devem ser atribuídas aos acionistas da “incorporada”, sendo pacificamente consagrada a liberdade das companhias envolvidas em definir os direitos a serem conferidos pelas novas ações emitidas pela incorporadora;
- z. os acionistas da Fibria não receberão, como consequência direta da incorporação de ações, ações e dinheiro, mas apenas ações ordinárias e ações preferenciais de emissão da companhia incorporadora (a Holding), sendo a parcela em dinheiro decorrente do subsequente resgate, o que somente confirma a inexistência de violação ao § 3º do artigo 252 da Lei das S.A.;
- aa. não está caracterizada a infração ao artigo 44, § 4º, da Lei das S.A., vez que, no presente caso, inexigibilidade do sorteio previsto no referido dispositivo é evidente, pois o resgate não será parcial, mas abrangerá a totalidade das ações preferenciais de emissão da Holding, que terão sido previamente atribuídas a todos os acionistas da Fibria em virtude da incorporação de ações;
- ab. não fica configurada qualquer violação da isonomia entre os acionistas da Fibria, visto que todos (controladores e minoritários da Companhia) serão afetados de forma idêntica pela medida, não havendo tentativa de se excluir determinados acionistas ou de favorecer outros;
- ac. no contexto da Operação, as ações preferenciais terão existência absolutamente momentânea, pois serão resgatadas de imediato, após a incorporação de ações, e serão emitidas pela Holding, sociedade que não faz parte do Novo Mercado. Em seguida, com a incorporação da Holding, os acionistas da Fibria receberão ações de emissão da Suzano, companhia listada no Novo Mercado;
- ad. todas as operações que adotaram estrutura semelhante à da Reorganização Societária envolviam companhias do Novo Mercado e, em nenhuma delas, se considerou que a emissão das ações preferenciais por uma “holding” não listada em tal segmento caracterizaria violação ao Regulamento ou implicaria obrigatoriedade da realização da OPA de saída do Novo Mercado;
- ae. assim, inexistente violação aos artigos 8º, 41, inciso II, e 45 do Regulamento do Novo Mercado;
- af. o artigo 40 do Estatuto Social da Companhia somente exige a realização da OPA nos casos em que a saída do Novo Mercado seja consequência de operação de reorganização societária em que os acionistas recebam ações de emissão de companhia não listada em tal segmento e que nele não seja admitida no prazo de 120 (cento e vinte) dias;
- ag. contudo, como no caso presente os acionistas da Fibria receberão como parte da contrapartida devida pela perda compulsória das ações de sua propriedade, ações de emissão da Suzano, e esta integra o Novo Mercado, não há como se cogitar da aplicabilidade do artigo 40 do Estatuto Social da Companhia;
- ah. a circunstância de parte da contrapartida a que fazem jus os

acionistas da Fibria ser paga em dinheiro não altera em nada tal conclusão;

- ai. quanto à inexistência de impedimento de voto dos acionistas controladores da Fibria,, embora esta não seja matéria que possa justificar o pedido de interrupção do prazo de convocação da Assembleia Geral da Fibria, não há qualquer fundamento para eventual impedimento ao direito de voto dos acionistas controladores da Companhia na Assembleia Geral;
- aj. não há no âmbito da Operação benefício particular para os controladores da Fibria, visto que todos os acionistas da Companhia receberão, como resultado final da Operação, exatamente a mesma relação de troca pelas ações de sua propriedade (parte em ações de emissão da Suzano e parte em dinheiro).
- ak. não há qualquer outro motivo que justifique a alegação da existência de eventual conflito de interesses entre os controladores e a Companhia, especialmente considerando que, conforme já ressaltado, a Operação e as respectivas condições foram objeto de negociações entre partes independentes;
- al. tanto isto é verdade que a Requerente sequer alega a existência de alguma circunstância que configure benefício particular ou conflito de interesses para os acionistas controladores da Fibria, sustentando apenas que o voto a ser por eles proferido seria supostamente “abusivo”;
- am. consequência do eventual voto “abusivo” não seria, em nenhuma hipótese, o impedimento prévio ao voto dos controladores, visto que não se enquadra nas situações relacionadas no § 1º do artigo 115 da Lei das S.A., mas exclusivamente a sua eventual responsabilização, nos termos do § 3º do próprio artigo 115;
- an. conclui-se que as críticas e acusações dirigidas pela Tempo Capital à Reorganização Societária são absolutamente infundadas e não justificam, de forma alguma, a interrupção do prazo de convocação da Assembleia Geral Extraordinária a ser realizada em 13.09.2018.

6. Em 16.08.2018, o Processo SEI 19957.007756/2018-46 foi encaminhado à SRE para ciência e manifestação, nos termos do Memorando nº 152/2018-CVM/SEP/GEA-4 (0579506).

7. Em 17.08.2018 foi enviado o Ofício nº 225/2018/CVM/SRE/GER-1 (0580278) à Sra. Flávia Mouta Fernandes, Diretora de Emissores da B3 S.A, solicitando a manifestação da B3 acerca da eventual necessidade de realização de Oferta Pública em virtude de regras previstas no regulamento do Novo Mercado.

Do Processo CVM SEI 19957.007885/2018-34

8. Em 17.08.2018, Fundos JGP, na qualidade de acionistas de Fibria, apresentaram requerimento de interrupção de prazo de antecedência de convocação da Assembleia Geral Extraordinária convocada para o dia 13.09.2018, nos seguintes e principais termos (0580985):

- a. é direito essencial de qualquer acionista o de manter seu *status socii*, isto é, o de permanecer sócio;
- b. as hipóteses admitidas de expropriação das ações de determinado acionista são excepcionais, usualmente relacionadas ao descumprimento de

obrigações ou deveres de sócio, e previstas expressamente em lei;

- c. o regime jurídico da incorporação de sociedades, previsto na Lei das S.A., determina expressamente que os acionistas da companhia incorporada receberão ações da incorporadora, em substituição às suas – sem admitir a atribuição de valores mobiliários distintos ou dinheiro;
- d. privilegia-se, assim, o direito de o acionista manter seu *status socii*, possibilitando-lhe que continue a participar dos resultados da empresa então exercida pela incorporada que, em razão da incorporação, passa a se conjugar com atividade produtiva da incorporadora;
- e. a atribuição de dinheiro aos acionistas da incorporada – em substituição de ações de emissão da incorporadora – somente se justificaria em caso de a relação de troca entre ações da incorporada e incorporadora não permitir a entrega, em toda a extensão daquilo que é devido aos acionistas da incorporada, de “números inteiros” de ações, dando origem a “sobras” ou “frações” de ações, que seriam, então, pagas ao acionista em moeda;
- f. a operação de reorganização societária que o controlador da Fibria pretende implementar, da qual resultará a incorporação de suas ações pela Suzano, impõe (compulsoriamente!) aos seus acionistas minoritários o recebimento de 80% (oitenta por cento) do valor de suas ações em dinheiro e de apenas 20% (vinte por cento) em ações da incorporadora, em grave e notável violação às regras da Lei das S.A. (arts. 223, 224, 225 e 252);
- g. como resultado, os acionistas minoritários da Fibria que não quiserem vender suas ações – como é o caso dos Requerentes – serão, contra sua vontade, expropriados de 80% da participação que possuem no negócio;
- h. os Requerentes não são contra a reunião, em si, das atividades e negócios exercidos por Fibria e Suzano, de sorte a criar uma empresa mais robusta e com maior escala, da qual certamente advirão vantagens para seus acionistas, empregados, clientes, e, enfim, para a economia nacional;
- i. também não se questiona neste momento os parâmetros econômicos na relação de substituição negociada entre os controladores das companhias envolvidas;
- j. o ponto nevrálgico contra o qual se opõem os Requerentes é a ilegal e compulsória expropriação que se pretende fazer de parte substancial de suas participações societárias;
- k. a solução para tornar legal a Operação seria a de prever a atribuição aos minoritários de ações preferenciais resgatáveis da Holding, a ser posteriormente incorporada pela Suzano, apenas como uma opção, a ser individualmente escolhida por cada acionista, entregando-se, para aqueles que não exercerem tal opção, unicamente ações ordinárias da incorporadora;
- l. naturalmente, será necessário readequar o prazo e o procedimento para a efetivação da Operação, de sorte a compatibilizá-los com a concessão de um período de tempo razoável para que os minoritários se manifestem sobre o seu desejo de receberem ações ordinárias e preferenciais resgatáveis, como originalmente proposto, ou apenas ações ordinárias da incorporadora;
- m. assim, se for considerado que a Parcela em Dinheiro a ser paga aos acionistas da Fibria, sob a forma de ações preferenciais resgatáveis, corresponderia a 80% do valor econômico de suas participações – sendo os restantes 20% representados por ações ordinárias – os acionistas que optarem por não vender suas ações deveriam receber 5 ações ordinárias da incorporadora

- para cada ação da Fibria que está sendo incorporada;
- n. a Operação seria implementada por meio de 4 (quatro) etapas “interdependentes e vinculadas entre si”, efetivadas na mesma data, que são, em síntese, as seguintes:
 - i. aporte pela Suzano, ou sociedade afiliada, do montante correspondente à Parcela em Dinheiro a uma holding não operacional (“Holding”), por meio de um aumento de capital;
 - ii. incorporação da totalidade das ações de emissão da Fibria pela Holding, por seu valor econômico, resultando na emissão, pela Holding, em favor dos acionistas da Fibria proprietários das ações incorporadas, de ações ordinárias e de ações preferenciais resgatáveis de emissão da Holding, sendo que para cada ação ordinária de emissão da Fibria serão entregues 1 ação ordinária e 1 ação preferencial resgatável de emissão da Holding;
 - iii. resgate da totalidade das ações preferenciais de emissão da Holding, com o pagamento, para cada 1 ação preferencial de emissão da Holding resgatada, da Parcela em Dinheiro; e
 - iv. incorporação da Holding na Suzano, pelo valor patrimonial contábil da Holding, com a consequente extinção da Holding e sucessão, pela Suzano, de todos os seus bens, direitos e obrigações, com o recebimento, pelos antigos acionistas da Fibria, da Parcela em Ações.
 - o. os acionistas controladores de Fibria e Suzano deixaram claro, no Protocolo e Justificação de Incorporação, que, apesar de dividido em quatro etapas, trata-se de negócio jurídico único;
 - p. desse modo, se aprovada a Operação, da forma como estruturada, os acionistas minoritários da Fibria serão expropriados de 4/5 de sua participação no negócio, independentemente de sua manifestação de vontade, sem que haja qualquer dispositivo da Lei das S.A. que o autorize;
 - q. não há dúvida de que o acionista controlador, em decorrência do princípio majoritário, tem o direito de determinar a decisão da assembleia geral de aprovar a reorganização societária, mediante a incorporação da companhia (ou de suas ações) em outra, bem como de negociar a relação de troca;
 - r. entretanto, não se compreende no poder de controle do acionista majoritário negociar e impor aos acionistas minoritários a “venda”, de fato, de suas ações, monetizando compulsoriamente, no todo ou em parte, o investimento que detinham na incorporada;
 - s. a opção de se retirar da sociedade constitui decisão que integra, em caráter exclusivo, a esfera jurídica e patrimonial de cada acionista, não estando submetida ao princípio majoritário;
 - t. o art. 109 da Lei das S.A. menciona certos direitos essenciais dos acionistas, dos quais não pode ser privado, notadamente os de (i) participar nos lucros sociais; (ii) participar no acervo líquido da companhia em caso de liquidação; (iii) fiscalizar, na forma prevista em lei, a gestão dos negócios sociais; (iv) preferência na subscrição de ações, valores mobiliários conversíveis em ações e bônus de subscrição; e (v) retirar-se nos casos previstos em lei;
 - u. sob todos esses direitos essenciais subjaz, logicamente, o direito fundamental do acionista de permanecer sócio;
 - v. não pode, desse modo, determinado acionista ser expropriado –

ainda que parcialmente – de suas ações, por vontade da maioria;

- w. a perda do status de sócio, se não voluntária ou prevista expressamente em situações legais excepcionalíssimas, somente é admitida como decorrência de graves ilícitos resultantes, seja da violação de determinada obrigação – como a de integralizar as ações subscritas – ou do descumprimento do dever de lealdade para com a companhia;
- x. a incorporação, seja de ações, seja de sociedade, tem como um de seus efeitos essenciais a unificação dos conjuntos distintos de acionistas (da sociedade incorporadora e da incorporada), que passam a ter direitos de participação no resultado e no acervo de uma mesma pessoa jurídica (a incorporadora);
- y. do ponto de vista dos interesses dos acionistas das sociedades envolvidas, a relação de substituição das ações extintas da sociedade incorporada por novas ações da sociedade incorporadora é a principal estipulação do protocolo, tendo em conta que o objeto desses direitos é uma quota-parte ideal no lucro apurado ou no acervo líquido existente no patrimônio da sociedade;
- z. assim, no caso de uma relação de substituição de ações razoavelmente negociada entre as companhias envolvidas, os acionistas manterão, na sociedade resultante da reorganização societária, participação acionária equivalente, do ponto de vista econômico, à que possuíam anteriormente;
- aa. o recebimento, pelo acionista da sociedade incorporada, do número adequado de ações da incorporadora – para além de preservar o valor econômico do bem que integra seu patrimônio – possibilita-lhe manter o mesmo nível de investimento em atividade empresarial que lhe interessa;
- ab. assim, ainda que a lei garanta o direito de recesso ao acionista da incorporada, o fato de a empresa (atividade) por ela exercida poder prosseguir – agora reunida a uma outra, explorada pela incorporadora – permite justificar seu interesse em manter o investimento, isto é, em permanecer como acionista;
- ac. buscando proteger o direito dos acionistas da incorporada de permanecerem como acionistas da incorporadora, a Lei das S.A., em diversos dispositivos, fez menção expressa à entrega de ações da incorporadora (unicamente ações, não havendo referência a outros valores mobiliários ou dinheiro) em substituição às da incorporada, conforme observamos da redação dos arts. 223, §2º, 224, I, 225, II e III, e 252, §3º;
- ad. a redação dos dispositivos da Lei das S.A. acima citados permite, ademais, que se tenham informações precisas acerca da composição do capital social da incorporadora após a operação, de sorte a possibilitar aos acionistas da incorporada ter clara noção sobre a sua participação (ou seja, seus direitos patrimoniais e políticos) no conjunto dos acionistas da sociedade resultante da incorporação (art. 225, III);
- ae. seja em razão da redação expressa dos dispositivos legais contidos na Lei das S.A., seja em razão da natureza jurídica da incorporação, ou ainda em virtude do direito fundamental do acionista de permanecer sócio, não é admissível em nosso ordenamento jurídico que se imponha aos acionistas minoritários da incorporada, em substituição de suas ações, o recebimento de bens ou direitos outros que não ações da incorporadora;
- af. a reestruturação societária acordada entre os controladores de

Fibria e Suzano não encontra, portanto, respaldo no regime jurídico da Lei das S.A. – vez que viola os artigos 223, 224, 225 e 252 – e representa ilegal expropriação das ações dos acionistas minoritários da Fibria;

- ag. mesmo nos países europeus em que a legislação admite a possibilidade de pagamento complementar em dinheiro aos acionistas de sociedades incorporadas, essa possibilidade de pagamento é meramente residual, sendo aplicável apenas em razão de possíveis ajustes na relação de substituição de ações, quando a participação atribuída ao acionista no capital social da sociedade incorporadora não perfaz uma ação inteira;
- ah. a complementação recebida em dinheiro pelos acionistas das sociedades incorporadas, nas condições acima, não pode, contudo, exceder 10% (dez por cento) do valor nominal das ações da incorporadora atribuídas aos sócios da incorporada;
- ai. em resumo, a legislação atualmente vigente na Europa continental e a entendimento doutrinário a respeito levam à necessária conclusão de que:
 - i. o direito de permanecer sócio deve ser preservado nas operações de incorporação, e nas reorganizações societárias em geral;
 - ii. é da essência da operação de incorporação a entrega de ações da sociedade incorporadora aos acionistas da incorporada; e
 - iii. a entrega de dinheiro em substituição das ações da sociedade incorporada é medida excepcional e somente tem lugar em caráter residual, como forma de resolver o problema das frações e sobras decorrentes das relações de substituição que não resultem em quantidades exatas de ações;
- aj. caso a Fibria tenha a ousadia de afirmar que não há violação aos artigos 223, 224, 225 e 252 da Lei da S.A. em razão da entrega de ações preferenciais (imediatamente) resgatáveis, e não de dinheiro, impõe-se ressaltar que tal “argumento” esbarraria na norma constante do art. 166, VI, do Código Civil, segundo a qual é nulo o negócio jurídico que “tiver por objetivo fraudar lei imperativa”;
- ak. como visto, a Lei das S.A., ao regular os negócios jurídicos de incorporação de sociedades e de incorporação de ações, determina que os acionistas da sociedade incorporada ou da que teve suas ações incorporadas, recebam, em substituição às suas, ações da incorporadora (e não dinheiro, ou outros bens ou direitos);
- al. ao entregar ações preferenciais, resgatáveis no mesmo ato, mediante o pagamento de moeda, em substituição de 80% das ações da incorporada, ainda que atenda “formalmente” ao comando legal, a incorporadora atinge justamente o resultado que a lei procura evitar, qual seja: a entrega de outro bem que não ações da incorporadora em substituição às ações da incorporada, haja vista que as ações preferenciais terão vida efêmera e instantaneamente serão resgatadas, extintas e substituídas por dinheiro;
- am. trata-se de exemplo clássico de fraude à lei
- an. em seu já citado Sumário das Conclusões de Parecer, Eduardo Secchi Munhoz, ao se manifestar sobre este ponto específico (fraude à lei), faz as seguintes e contundentes considerações sobre ser um dos claros objetivos da Operação a (ilegal) “redução da base acionária da Fibria em 80%”:

“Vale mencionar que dita intenção de alcançar um resultado jurídico proibido,

inerente à fraude à lei, não é pressuposto para sua verificação. Vale dizer, não há que se provar ou demonstrar a intenção consciente do sujeito de contornar uma proibição legal por um caminho que se apresenta lícito. Mas, tão somente, mostrar que o caminho adotado permitiu a obtenção de resultado não permitido em lei.

No caso em exame, os próprios documentos da operação são cristalinos ao demonstrar que, na forma, o negócio de fato apresenta-se de modo regular, sobretudo se examinadas isoladamente cada uma de suas etapas.

Todavia, o seu objetivo, igualmente explícito, revela a intenção das partes de promover uma combinação de negócios pela via da incorporação sem implicar verdadeira combinação de bases acionárias, posto que 80% do capital de uma das sociedades seria simplesmente pago em dinheiro, resgatado antes da efetiva unificação dos entes sociais.

Com efeito, sendo o objetivo da transação a redução da base acionária da Fibria em 80% e a realização, apenas após essa redução, da unificação de negócios, o caminho adequado teria sido a aquisição, pela Suzano, de tal participação no capital da Fibria no mercado secundário, seja privadamente, em bolsa ou pela via da oferta pública para aquisição de controle, e apenas então a realização de uma incorporação.

Ocorre que, como se sabe, a opção por qualquer um desses caminhos não permitiria o desinvestimento forçado dos acionistas minoritários da Fibria, como ocorrido com o resgate compulsório das ações preferenciais da Holding. Nesse caso, o desinvestimento dependeria invariavelmente de uma decisão do próprio acionista, a quem incumbiria avaliar, livremente, as condições da proposta de aquisição para decidir se iria ou não se desfazer de suas participações.”

- ao. resta claro que a Operação, se aprovada como proposta, implicará grave ilicitude – consistente na entrega de dinheiro, e não ações, em substituição de 80% das ações detidas pelos acionistas minoritários da Fibria – que não perde seu caráter em razão da entrega, num primeiro momento, de ações preferenciais, que serão resgatadas, mediante pagamento de contraprestação em dinheiro, no momento seguinte ao de sua emissão;
- ap. resta pontuar que, para além do prejuízo direto aos acionistas minoritários da Fibria – que ficarão privados de seu direito de participar da Suzano em posição jurídica equivalente e proporcional àquela anteriormente detida na incorporada – se não for devidamente reprimida pela CVM, pode se revelar como perigoso expediente para exclusão de acionistas minoritários;
- aq. nada impedirá, inclusive, que na próxima operação o valor da contraprestação devida aos acionistas minoritários da incorporada seja atendido, não mediante a entrega exclusivamente de ações da incorporadora, mas de pagamento em dinheiro de 90%, 95% ou mais do valor das ações da incorporada;
- ar. o fato de já ter havido algumas poucas reorganizações societárias com modelagem jurídica similar à Operação negociada entre controladores da Fibria e da Suzano não influi, de modo algum, no reconhecimento de sua ilegalidade;
- as. nessas reorganizações anteriores – que envolveram, em sua quase totalidade, sociedades com capital pulverizado (sem acionista controlador), nos quais a maioria dos acionistas (minoritários) aprovou a incorporação – até onde se saiba, não houve oposição fundamentada à sua realização por parte de acionistas das companhias envolvidas;
- at. assim, não se configura qualquer impedimento a que esta CVM analise – e evite a implementação – de tão grave e essencial ilegalidade que se pretende impor aos acionistas minoritários da Fibria que não estejam dispostos

- a monetizar a sua participação societária na Companhia, continuando a investir em empresas do setor de papel e celulose, agora como acionistas da Suzano;
- au. é irrelevante para fins de análise da ilegalidade da Operação o fato de os controladores da Fibria também receberem, como os minoritários, a proporção de 80% do valor de suas ações em dinheiro e os 20% restantes em ações ordinárias da Suzano;
 - av. os controladores da Fibria, naturalmente, optaram expressamente por isso. Aparentemente, lhes é mais interessante vender suas ações e reduzir seu investimento na empresa explorada, da mesma forma que interessa aos controladores da Suzano comprar, pagando em dinheiro, a maior parte (80%) das participações societárias na Fibria;
 - aw. só que não lhes é autorizado tomar esta decisão pelos acionistas minoritários. Estes têm direito a permanecer acionistas, caso assim lhes convenha;
 - ax. a análise pela CVM da operação objeto deste pedido, essa sim, representará o primeiro precedente onde a CVM terá se manifestado sobre a legalidade de o acionista controlador negociar operação que liquida 80% dos investimentos feitos pelos acionistas minoritários, sem a concordância destes;
 - ay. desnecessário ressaltar o quão grave constituirá a chancela da CVM a uma operação como essa. O poder de controle tem limites e se a CVM não deixar isso claro será um efeito devastador para o mercado, afinal, nunca nenhum minoritário imaginou que sua decisão de sair da companhia poderia caber ao controlador, que teria capacidade para inclusive decidir em que condições seu investimento seria liquidado financeiramente;
 - az. finalmente, deve ser destacado que essa alienação compulsória das ações dos minoritários (pessoas físicas e jurídicas) – sem sua autorização e contra sua vontade – obriga-os a realizar o ganho de capital na alienação de suas ações e a pagar o respectivo imposto de renda em momento anterior ao planejado;
 - ba. parte relevante dos investimentos dos acionistas minoritários da Fibria, se a Operação for efetivada nos termos em que propostos pelos controladores da Fibria e da Suzano, deixarão de estar aplicados no negócio em que os minoritários querem investir e deverá ser entregue ao Fisco;
 - bb. demonstrada a ilegalidade da Operação e o prejuízo que causará aos minoritários – na medida em que ofende seu direito à propriedade das ações, não permitindo que mantenham sua posição jurídica na sociedade incorporadora – o voto que venha a ser manifestado em AGE no sentido de aprová-la será, conseqüentemente, abusivo;
 - bc. dúvidas não há de que a Operação atende aos interesses particulares dos controladores de Fibria e Suzano. Trata-se de negócio jurídico negociado entre os controladores das duas companhias que alinha o desejo de desinvestir dos controladores da Fibria com o propósito dos controladores da Suzano de adquirir a maior parte das ações da incorporada com pagamento em dinheiro, de sorte a reduzir ao máximo a diluição que sofrerão em seu controle;
 - bd. os interesses particulares dos controladores de ambas as companhias não coincidem, todavia, com o interesse comum dos sócios, na medida em que prejudicam, de forma clara e aguda, os minoritários ao os obrigarem, sem qualquer opção, a se desfazer de parcela substancial de seu investimento na companhia;

- be. a modelagem da Operação que os controladores da Fibria e da Suzano pretendem impor aos acionistas minoritários da incorporada, implica obter, de forma compulsória, indireta e ilegal, o resultado que não seria alcançado com uma Oferta Pública para Aquisição de ações – que seria o negócio jurídico típico, como regulado na lei, para a aquisição do controle de companhia aberta com parte relevante do capital pulverizado;
- bf. cabe também destacar que é bastante questionável operação que se apresente como sendo no “interesse da companhia”, mas que privilegie a entrega de dinheiro aos acionistas – descapitalizando-a financeiramente, de forma bastante aguda – no lugar de entregar ações, que não causariam, por óbvio, embaraços às finanças sociais;
- bg. ainda que se pudesse defender que a forma como a Operação foi idealizada seria a melhor do ponto de vista econômico, tais “razões econômicas” jamais poderiam justificar atos ilegais, que desrespeitam as normas contidas na Lei das S.A. acerca da incorporação de sociedade ou de ações, bem como o direito fundamental de o acionista permanecer como sócio;
- bh. o art. 124, §5º, II da Lei das S.A., autoriza a CVM, mediante decisão do Colegiado, a interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de AGE de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e informar à companhia as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares;
- bi. por se estar diante de evidente ilegalidade e de inegável risco de prejuízo aos minoritários da Fibria, é imperioso o recurso à norma acima citada, regulamentada no art. 3º da Instrução CVM n.º 372/2002;
- bj. o abuso a ser perpetrado pelos controladores da Fibria é de simples verificação, não demandando o exame de informações ou operações complexas;
- bk. é, para tanto, suficiente a constatação da ilegalidade da entrega de dinheiro aos acionistas da sociedade incorporada em substituição às ações por eles detidas, a qual – além de decorrer de normas expressas e do sistema da Lei 6.404/76 – é amplamente destacada pela doutrina especializada, nacional e estrangeira, e que, portanto, pode ser examinada pelo Colegiado desta autarquia no interregno entre a apresentação desta Reclamação e a AGE (a ocorrer após o término da interrupção do prazo de antecedência para convocação);
- bl. a não interrupção do curso do prazo de antecedência da convocação da AGE, que permitirá ao Colegiado da CVM analisar a Operação, poderá causar prejuízo irreparável, ou de difícil reparação, aos os seus acionistas minoritários, que, como visto, serão expropriados de 80% de sua participação societária e sofrerão os ônus dos reflexos tributários correspondentes;
- bm. destaca-se o fato de a operação estar sujeita a uma série de condições suspensivas ainda não implementadas – e que provavelmente não o serão em tão curto espaço de tempo – de modo que a decisão do Colegiado de interromper o prazo de antecedência para convocação da AGE não ocasionaria nenhum prejuízo à Fibria;
- bn. restou demonstrado que a Operação, da forma como estruturada, importa violação aos artigos 223, 224, 225 e 252 da Lei das S.A., bem como ao direito dos acionistas minoritários da Fibria, que assim o quiserem, de permanecerem como acionistas da incorporadora, relativamente à totalidade (e não apenas 20%) de sua participação societária;

- bo. com o objetivo de prevenir as ilegalidades que decorrerão da aprovação e implementação da Operação como proposta, os Requerentes solicitam:
- i. a interrupção, por até 15 dias, do curso do prazo de antecedência da convocação da AGE de 13.09.2018, a fim de que o Colegiado conheça e analise as propostas a serem submetidas à assembleia e, com isso, possa informar à companhia que a deliberação proposta é manifestamente ilegal por violar os artigos 223, 224, 225 e 254 da Lei nº6.404/76 e que o voto eventualmente manifestado no sentido de aprovar a operação será reputado abusivo; e
 - ii. a apuração dos fatos narrados, o reconhecimento da ilegalidade apontada e da abusividade de voto a prove, bem como a tomada das providências cabíveis no que diz respeito à repressão e aos sancionamento dos ilícitos demonstrados.
9. Em 20.08.2018, foi encaminhado o Ofício nº 141/2018/CVM/SEP/GEA-4 (0581007) à Companhia solicitando sua manifestação quanto à correspondência encaminhada pelos Fundos JGP.
10. Em 22.08.2018, o processo foi encaminhado à SRE, nos termos do Memorando nº 156/2018-CVM/SEP/GEA-4 (0582895), para ciência e manifestação.
11. Na mesma data, Fibria encaminhou sua resposta (0583178), nos seguintes principais termos:
- a. em essência, os Fundos JGP repetem parte das infundadas alegações que já haviam sido formuladas pela Tempo Capital Principal Fundo de Investimento em Ações;
 - b. a Companhia reporta-se às suas respostas encaminhadas à Superintendência de Relações com Empresas – SEP em 02.07.2018, 10.08.2018 e 16.08.2018;
 - c. é necessário chamar atenção para o fato de que os Fundos JGP, no dia 15.03.2018 (data imediatamente anterior à divulgação do Fato Relevante anunciando ao mercado a Operação, suas condições e estrutura jurídica), não eram acionistas da Fibria;
 - d. após a divulgação da Reorganização Societária, os Requerentes passaram a adquirir, em proporções exponencialmente elevadas, ações ordinárias de emissão da Companhia no mercado secundário, o que fez com que alcançassem a posição atual de titulares, conjuntamente, de aproximadamente 1,77% do capital social de Fibria;
 - e. Causa no mínimo estranheza que acionistas que se dizem lesados pela Operação, sob o indevido argumento de que serão, “contra sua vontade, expropriados de 80% da participação que possuem no negócio”, tenham adquirido toda sua participação na Companhia justamente depois de a Reorganização Societária ter se tornado pública;
 - f. vale dizer, seria legítimo a investidores que adquiriram toda a sua participação na Fibria após o anúncio da Operação defenderem a sua ilicitude e requererem a interrupção do prazo de convocação da Assembleia Geral da Companhia?;
 - g. os Fundos JGP, por meio de seu Requerimento, alegam essencialmente que a Operação seria ilegal por impor aos acionistas minoritários

da Fibria “o recebimento de 80% (oitenta por cento) do valor de suas ações em dinheiro e de apenas 20% (vinte por cento) em ações da incorporadora”, em suposta violação às regras da Lei nº 6.404/1976 (“Lei das S.A.”), aplicáveis às operações de incorporação de sociedades e de ações, notadamente os artigos 223, 224, 225 e 252;

- h. segundo os Requerentes, a violação aos referidos dispositivos legais decorreria do fato de que o regime jurídico das operações de incorporação de sociedades e de ações, previsto na Lei das S.A., determinaria que os acionistas da companhia incorporada recebessem somente “ações” da incorporadora, em substituição às suas, sem admitir a atribuição de valores mobiliários distintos ou dinheiro;
- i. ainda de acordo com o Requerimento, a atribuição de dinheiro aos acionistas da incorporada somente seria admitida caso a relação de troca entre ações da incorporada e incorporadora não permitisse a entrega de “números inteiros” de ações aos acionistas da incorporada, dando origem a “sobras” ou “frações” de ações, que seriam, então, pagas ao acionista em moeda ;
- j. o principal fundamento aludido pelos Requerentes para sustentar a posição por eles defendida consiste no suposto direito dos acionistas da sociedade incorporada de preservarem posição jurídica proporcional na incorporadora e no seu direito essencial de manter o *status socii*, isto é, o de permanecer sócio, possibilitando-lhe que continue a participar dos resultados da empresa então exercida pela incorporada que, em razão da incorporação, passa a se conjugar com atividade produtiva da incorporadora;
- k. segundo os Requerentes, a Lei das S.A., ao mencionar expressamente, em determinados dispositivos que regulam as operações de incorporação de sociedades e de ações (especialmente nos artigos 223, §2º, 224, inciso I, 225, incisos II e III, e 252, §3º), que deve haver entrega de ações da incorporadora em substituição às da incorporada, sem fazer referência a outros valores mobiliários ou dinheiro, não teria autorizado o pagamento de parcela da relação de troca em dinheiro, mas unicamente em ações de emissão da incorporadora;
- l. entretanto, o fato de a Lei das S.A. não contemplar autorização específica para que parcela da relação de troca em operações de incorporação seja paga em dinheiro não significa, de modo algum, que essa possibilidade teria sido vedada pelo legislador;
- m. o entendimento de que o pagamento de parcela da relação de troca em dinheiro é lícito está em total consonância com o princípio da legalidade consagrado no artigo 5º, inciso II, da Constituição Federal, segundo o qual “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude da lei”;
- n. no presente caso, os dispositivos mencionados pelos Fundos JGP (artigos 223, §2º, 224, inciso I, 225, incisos II e III, e 252, §3º, da Lei das S.A.) apenas estipulam, sob diferentes perspectivas, que, uma vez efetivada a incorporação de sociedades ou de ações, conforme o caso, os acionistas da “incorporada” receberão diretamente ações de emissão da incorporadora em substituição às ações da incorporada de que forem titulares, as quais deverão se extinguir;
- o. como se verifica, referidos dispositivos não vedam que, além de ações de emissão da incorporadora, os acionistas da companhia “incorporada” também recebam uma parcela da relação de troca em dinheiro;

- p. eles apenas estabelecem que deverão ser atribuídas ações de emissão da incorporadora, sem estipular, de forma alguma, que os acionistas da sociedade “incorporada” somente podem receber ações de emissão da incorporadora;
- q. ademais, também não há restrição, nos dispositivos mencionados pelos Requerentes ou em qualquer outro dispositivo da lei societária, sobre a espécie e classe das ações que devem ser atribuídas aos acionistas da “incorporada”, sendo pacificamente consagrada a liberdade das companhias envolvidas em definir os direitos a serem conferidos pelas novas ações emitidas pela incorporadora;
- r. é perfeitamente lícito que os acionistas da Fibria recebam, em virtude da incorporação das ações de sua propriedade, ações ordinárias e ações preferenciais resgatáveis de emissão da Holding, conforme previsto no âmbito da Reorganização Societária, e que estas últimas sejam imediatamente resgatadas para que a parcela em dinheiro da relação de troca lhes seja entregue;
- s. segundo alegam os Requerentes, o recebimento pelos acionistas da Fibria de ações preferenciais imediatamente resgatáveis, no presente caso, não satisfaria a exigência legal, uma vez que o resgate, ainda que isoladamente lícito, estaria sendo utilizado unicamente para se atingir a um resultado que a lei supostamente teria procurado evitar, qual seja, a entrega de outro bem que não ações da incorporadora em substituição às ações da incorporada;
- t. na visão dos Fundos JGP, isso configuraria hipótese de fraude à lei;
- u. conforme já exaustivamente abordado nas demais manifestações da Fibria, não há qualquer ilegalidade – e tampouco fraude – em se atribuir aos acionistas da Companhia ações preferenciais resgatáveis da Holding e que a contrapartida que lhes é devida seja paga, ao final da Operação, parte em ações de emissão da Suzano e parte em moeda corrente;
- v. a fraude à lei apenas estaria configurada se o resgate resultasse em um objetivo da Operação que não fosse lícito. Entretanto, no presente caso, conforme verificado, a Lei das S.A. não veda que parte do pagamento da relação de troca seja feito mediante contribuição em dinheiro, razão pela qual a atribuição de ações preferenciais resgatáveis aos acionistas da Fibria é perfeitamente lícita e legítima;
- w. também não há qualquer vedação no ordenamento jurídico societário de que as partes se utilizem de diferentes operações societárias para alcançar objetivos que sejam lícitos;
- x. o que os Requerentes consideram como fraude constitui, na verdade, uma expressão do princípio da flexibilidade empresarial que caracteriza o funcionamento das sociedades anônimas, de acordo com o qual as partes têm ampla liberdade em combinar institutos jurídicos diversos para se atingir determinada finalidade absolutamente legítima e que não é, de forma alguma, vedada pela lei societária (a fixação da relação de troca devida como resultado final da Operação parte em ações e parte em dinheiro);
- y. a Operação, mesmo que se fosse desconsiderada a etapa do resgate, seria lícita, uma vez que não há qualquer proibição legal a que parte da relação de troca seja paga em dinheiro;
- z. da mesma forma, também não existe impedimento de que, para o alcance dessa finalidade legítima, sejam combinadas diferentes operações societárias, como se deu no presente caso, com a utilização, dentre outras, da

emissão de ações preferenciais imediatamente resgatáveis pela Holding;

- aa. Segundo os Fundos JGP, “o fato de já ter havido algumas poucas reorganizações societárias com modelagem jurídica similar à Operação negociada entre controladores da Fibria e da Suzano não influi, de modo algum, no reconhecimento de sua ilegalidade”, tendo em vista que, nos casos anteriores, “não houve oposição fundamentada à sua realização por parte de acionistas das companhias envolvidas” e “a CVM não analisou o aspecto coercitivo do recebimento de dinheiro em vez de ações”;
- ab. contrariamente ao que sugerem os Requerentes, é impossível ignorar que nos últimos 10 (dez) anos já foram realizadas no mercado ao menos 5 (cinco) operações com estrutura semelhante àquela adotada na Reorganização Societária, sem que houvesse qualquer questionamento nos referidos precedentes, seja por parte da própria CVM ou de acionistas minoritários, quanto à presença da suposta ilegalidade apontada pelos Fundos JGP;
- ac. não apenas não houve objeção pela CVM, como as áreas técnicas da autarquia, em diferentes oportunidades, manifestaram-se expressamente a respeito da ausência de irregularidades nas referidas operações (Memo/SER/GER-1/Nº 214/2008, Memo/SEP/GEA-4/Nº 025/12 e Memorando nº 3/2017-CVM/SMI, aprovado pelo Colegiado em 22.03.2017);
- ad. ainda que a CVM não tenha analisado especificamente, nas operações anteriores, o suposto “aspecto coercitivo do recebimento em dinheiro”, é legítimo presumir que a autarquia, ao se manifestar favoravelmente à legalidade dos referidos precedentes, entendeu que não haveria qualquer irregularidade no modelo adotado, inclusive no que se refere ao pagamento de parcela da relação de troca das ações em dinheiro;
- ae. nem poderia ser diferente, já que a CVM, na qualidade de órgão regulador – integrante da Administração Pública –, não pode emitir atos e/ou proferir decisões que importem em ampliação e/ou inovação de dispositivos legais, criando, por exemplo, exigências não prescritas em lei;
- af. diante da ausência de vedação legal expressa quanto à possibilidade de pagamento de parte da relação de troca em dinheiro, aliada à atuação pretérita do órgão regulador no que se refere à regularidade de operações semelhantes à Reorganização Societária, é absolutamente legítimo que os regulados confiem que a interpretação da CVM seja condizente com os precedentes anteriores;
- ag. lembre-se, a propósito, que o ordenamento jurídico brasileiro é fundamentado no caráter de segurança e estabilidade. O princípio da segurança jurídica, que tem status constitucional (artigo 5º, caput, e inciso XXXVI, da Constituição Federal) adquire ainda maior relevo no que se refere à atuação estatal, uma vez que a conduta dos agentes estatais deve ser previsível;
- ah. portanto, tendo em vista a existência de diferentes precedentes no mercado semelhantes à Reorganização Societária, bem como de manifestações favoráveis das áreas técnicas da CVM a respeito da regularidade das referidas operações, o eventual acolhimento das alegações dos Requerentes no presente caso, além de violar o princípio da legalidade, também representaria grave afronta ao princípio da segurança jurídica, em prejuízo das partes que legitimamente negociaram as condições da Reorganização Societária tendo em vista a existência das referidas operações similares e manifestações anteriores da autarquia;
- ai. ao contrário do que defendem os Requerentes, inexistente na Lei das

S.A. o suposto direito do acionista da sociedade incorporada de receber o “número adequado de ações da incorporadora” ou de participar do capital social da incorporadora “em posição jurídica equivalente e proporcional àquela anteriormente detida na incorporada”;

- aj. a propósito, vale ressaltar que a relação de substituição constitui elemento essencial da operação de incorporação, devendo ser definida com clareza no protocolo;
- ak. a Lei das S.A., porém, não estipula qualquer exigência ou determinação especial quanto aos critérios a serem utilizados para fixação das relações de troca, que constitui matéria negocial, prevalecendo a liberdade de contratar das partes
- al. assim, não há obrigação de ser utilizado um ou outro método de avaliação, nem é necessário que os patrimônios envolvidos sejam avaliados pelo mesmo método, nem mesmo que a contrapartida atribuída aos acionistas da incorporada, conforme verificado, seja fixada unicamente em ações de emissão da sociedade incorporadora;
- am. isso significa apenas que os acionistas da sociedade incorporada devem receber, em substituição às ações de sua titularidade, uma contrapartida adequada, que não lhes acarrete prejuízos indevidos, a qual, no entanto, não precisa ser integrada exclusivamente por ações de emissão da incorporadora;
- an. especificamente nas operações que envolvem sociedades independentes, como ocorre no presente caso, a presunção legal é de que os acionistas controladores de cada sociedade buscarão negociar os termos da operação da maneira mais conveniente para os seus interesses e os dos acionistas minoritários, que, em princípio, são idênticos: avaliar da melhor maneira possível o patrimônio social e buscar uma relação de troca que lhes seja a mais interessante (seja ela composta integralmente de ações de emissão da incorporadora ou de parcela em ações e parcela em dinheiro);
- ao. assim, tendo decorrido de negociações realizadas entre partes independentes, as condições da Reorganização Societária, no presente caso, devem ser consideradas legítimas e equitativas, presumindo-se que elas atendem adequadamente os interesses de todos os acionistas de ambas as companhias envolvidas, conforme aliás, têm reconhecido o Colegiado desta d. Comissão;
- ap. na tentativa de demonstrar que o ordenamento societário brasileiro apenas admitiria incorporação de sociedades e ações quando preservada a equivalência das participações acionárias dos acionistas da incorporada na incorporadora, os Requerentes, apoiados no Parecer, referem-se indevidamente ao regime legal da cisão, mais precisamente ao disposto no artigo 229, §5º, da Lei das S.A., segundo o qual “as ações integralizadas com parcelas de patrimônio da companhia cindida serão atribuídas a seus titulares, em substituição às extintas, na proporção das que possuíam; a atribuição em proporção diferente requer aprovação de todos os titulares, inclusive das ações sem direito a voto”;
- aq. o exemplo da cisão trazido pelos Requerentes apenas reforça a legitimidade da Operação;
- ar. § 5º do artigo 229 da Lei das S.A., ao determinar atribuição pro rata das ações emitidas pela sociedade receptora da parcela cindida, tem por objetivo basicamente impedir tratamento discriminatório entre os diferentes acionistas da companhia cindida;

- as. por força do dispositivo legal em questão, a eventual atribuição de ações em proporção diferente entre os acionistas da sociedade cindida requer a aprovação expressa da totalidade destes acionistas;
- at. o artigo 229, §5º, da Lei das S.A., ao contrário do que sugerem os Requerentes, não traz nenhuma regra que obrigue a existência daquilo que eles denominam de “relação de troca proporcional” entre a sociedade receptora da parcela cindida e a companhia cindida, assegurando-se aos acionistas desta participação jurídica equivalente e proporcional naquela;
- au. a regra destina-se exclusivamente a impedir que, na cisão, ocorra o tratamento discriminatório entre os acionistas da companhia cindida (como seria o caso, por exemplo, da atribuição assimétrica de ações de emissão da sociedade receptora entre controladores e minoritários da sociedade cindida);
- av. no presente caso, como é inclusive reconhecido pelos próprios Requerentes e pelo Parecer, não haverá qualquer tratamento discriminatório entre os diferentes acionistas da Fibria
- aw. tendo em vista que simplesmente não existe no ordenamento jurídico brasileiro, nem mesmo na própria operação de cisão, aquilo que os Requerentes defendem se tratar de um direito dos acionistas a uma “relação de troca proporcional”, com muito maior razão este suposto direito não está presente nas operações de incorporação de sociedades ou de ações, haja vista a ausência de qualquer regra nesse sentido disciplinando estes tipos de reorganização societária;
- ax. com efeito, se fosse interesse do legislador que a regra constante do artigo 229, §5º, da Lei das S.A. fosse destinada indistintamente a todos os tipos de reorganização societária, ela deveria estar prevista em algum dos demais capítulos da lei que apresentam normas gerais aplicáveis a operações de incorporação, fusão e cisão, e não no capítulo específico que disciplina exclusivamente as operações de cisão, como é o caso;
- ay. logo, por qualquer ângulo que se analise, é possível concluir que a Lei das S.A., contrariamente ao defendido pelos Requerentes, não estabelece o direito dos acionistas da sociedade incorporada de manterem posição jurídica equivalente e proporcional na sociedade incorporadora, o que também confirma que não há qualquer irregularidade na atribuição de parcela em dinheiro para o pagamento da relação de troca;
- az. o Parecer menciona que “se, na relação de troca derivada da incorporação, em vez de entregar-se ações, conferir-se aos sócios da incorporada parcela significativa em dinheiro, fica absolutamente desnaturado, desvirtuado, o negócio típico de incorporação”;
- ba. contudo, não se pode classificar como ilegal ou fraudulenta a adoção de uma estrutura jurídica já consagrada em nosso mercado em função da proporção entre o valor da parcela em ações e o montante da parcela em dinheiro, especialmente considerando que tal proporção, repita-se, foi o resultado de uma negociação entre partes independentes e sem qualquer favorecimento;
- bb. as condições em que se realizará a Operação, inclusive a proporção entre a parcela em ações e a parcela em dinheiro a ser atribuída aos acionistas da Fibria ao final da Reorganização Societária, foram resultado de negociações legítimas travadas entre partes independentes, nas quais os acionistas controladores da Companhia atuaram, sem qualquer conflito, na defesa dos interesses comuns a todos os acionistas;

- bc. não há nenhuma regra legal que estabeleça, em operações societárias como a presente, um limite para a parcela em ações e para a parcela em dinheiro;
- bd. não há nada que decorra da lei estabelecendo qual deveria ser a proporção do montante do pagamento em dinheiro e do pagamento em ações que conduzisse ao desvirtuamento de uma operação de incorporação;
- be. o importante e necessário para que a incorporação seja legitimamente utilizada, segundo a lógica da Lei das S.A., é que ao menos parte do pagamento seja composta de ações de emissão da incorporadora, sendo irrelevante, para esse fim, a proporção utilizada para que parcela do pagamento seja feita em moeda corrente;
- bf. é preciso concluir que a licitude da Reorganização Societária não poderia de forma alguma ser afetada pelo fato de a Parcela em Dinheiro representar 80% (oitenta por cento) do valor das ações da Fibria;
- bg. os Requerentes, na tentativa de tentar validar sua interpretação equivocada da Lei das S.A. – de que não seria admitido nas operações de incorporação que parte da relação de troca fosse paga em dinheiro – citam de forma descontextualizada o exemplo do Direito Continental Europeu;
- bh. os Fundos JGP mencionam diferentes doutrinadores europeus e fazem referência ao fato de que a Diretiva (EU) 2017/1132 do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia (“Diretiva 1132”), datada de 14.06.2017 (que veio a substituir a Terceira Diretiva do Conselho das Comunidades Europeias, de 09.10.1978), incorporada por diferentes ordenamentos jurídicos no continente europeu, admitiria o pagamento de parcela em dinheiro aos acionistas, em operações de incorporação, apenas para fins residuais, visando ao ajuste ou correção de sobras decorrentes da relação de troca, e, mesmo assim, limitado ao percentual de 10% (dez por cento) do valor nominal das ações da incorporadora atribuídas aos sócios da incorporada;
- bi. a referência ao Direito Europeu e à doutrina de diferentes países daquele continente é absolutamente irrelevante para a análise da regularidade da Reorganização Societária;
- bj. na Europa existe norma expressa, atualmente prevista na Diretiva 1132, que regula o pagamento de parcela em dinheiro em operações de incorporação, e referida norma evidentemente não se aplica à Operação, que é disciplinada pela legislação e regulamentação do Brasil;
- bk. o ordenamento jurídico brasileiro não traz qualquer vedação quanto à possibilidade de o pagamento da relação de troca, em operações de incorporação, ser efetuado parte em dinheiro, exigindo tão somente que ações de emissão da incorporadora façam parte desse pagamento.;
- bl. em observância ao princípio da legalidade e da flexibilidade empresarial aplicáveis no ordenamento jurídico brasileiro, não se poderia impedir que as partes legitimamente negociem relações de troca compostas de parcela de pagamento em ações e parcela em moeda corrente;
- bm. de toda forma, somente para fins de argumentação teórica, mesmo o texto da Diretiva 1132, incorporado por alguns Estados membro da União Europeia, não limita a utilização do pagamento em dinheiro para o ajuste de eventuais sobras decorrentes da relação de troca adotada, como dão a entender os Requerentes;

- bn. conforme verificado, o artigo 89 da Diretiva 1132 apenas menciona que, “eventualmente”, pode-se atribuir “uma quantia em dinheiro não superior a 10 % do valor nominal das ações”, sem restringir que essa utilização deveria ser destinada exclusivamente a corrigir sobras originadas da relação de troca;
- bo. ou seja, admite-se, no próprio Direito Continental Europeu, ao contrário do que dão a entender os Fundos JGP, a possibilidade de o pagamento de parcela em dinheiro da relação de troca (ainda que, em regra, limitada ao percentual de 10%) ser utilizada não apenas para resolver problemas de sobras de ações;
- bp. tal circunstância apenas confirma que, no âmbito do direito brasileiro, onde não existe qualquer norma proibitiva ou regulando o percentual do pagamento em dinheiro, devem ser consideradas legítimas operações que estipulem que parte do pagamento da relação de substituição seja feita em moeda corrente;
- bq. a Diretiva 1132 (repetindo a Terceira Diretiva), embora preveja como regra geral que as parcelas de pagamento em dinheiro, no âmbito de incorporação, não sejam superiores a 10% (dez por cento), não proíbe que os Estados membro da União Europeia prevejam o contrário, com parcelas de pagamento em dinheiro superior a 10% (dez por cento);
- br. o artigo 116 da Diretiva 1132 (que repete o artigo 30 da Terceira Diretiva) prevê expressamente essa possibilidade: “Outras operações equiparadas à fusão Artigo 116.o Fusões com pagamento de quantia em dinheiro superior a 10 % Caso a legislação de um Estado-Membro permita, para uma das operações referidas no artigo 88.o , que a quantia em dinheiro ultrapasse a percentagem de 10 %, aplicam-se as secções 2 e 3 do presente capítulo e os artigos 113.o , 114.o e 115.o .”
- bs. os Requerentes sustentam que a utilização da Parcela em Dinheiro na relação de troca adotada na Operação representaria uma violação ao direito essencial do acionista da Fibria de manter seu *status socii*;
- bt. esta alegação não parece fazer o menor sentido, tendo em vista que os acionistas da Fibria receberão, como parte da contrapartida devida pelas ações de sua propriedade, ações de emissão da Suzano, não havendo como se cogitar de que eles estariam perdendo seu direito de permanecerem como sócios na sociedade resultante da Reorganização Societária;
- bu. os exemplos e citações doutrinárias trazidos pelos Requerentes estão descontextualizados e se referem, basicamente, a hipóteses de exclusão de sócio;
- bv. na Reorganização Societária, por sua vez, não haverá nenhuma situação de exclusão dos acionistas da Fibria, a não ser que, voluntariamente, decidam exercer o direito de recesso a que fazem jus;
- bw. os Fundos JGP defendem que a suposta ilegalidade da Operação poderia ser “solucionada” se aos acionistas minoritários da Fibria fosse conferida a “opção” de receber somente ações de emissão da Suzano, ou, alternativamente, escolher o recebimento do pagamento em dinheiro;
- bx. se a Lei das S.A. de fato proibisse, segundo a ótica dos Fundos JGP, o pagamento em dinheiro em operações de incorporação, a solução oferecida pelos Requerentes simplesmente não teria o condão de afastar a ilegalidade suscitada;
- by. esta sugestão também revela o inconformismo dos Requerentes de

se submeterem a um princípio basilar do Direito Societário, qual seja, o princípio majoritário, que compele os acionistas, em operações de incorporação, a se sujeitarem à vontade da maioria;

- bz. e isso ocorre, notadamente nas operações entre partes independentes, como é o presente caso, porque se considera que os controladores têm plenas condições de decidir o que é melhor para o conjunto de acionistas com base no interesse social, em uma negociação que beneficia indistintamente a todos os acionistas;
- ca. a única solução prevista na Lei das S.A. para os acionistas minoritários da Fibria que eventualmente discordem das condições acordadas para a Operação consiste na possibilidade de exercício do direito de recesso, mediante o recebimento do reembolso de suas ações, nos termos dos artigos 137 e 252, § 2º, da Lei das S.A;
- cb. os documentos relacionados à Operação expressamente informaram que a Operação ensejará direito de recesso aos acionistas dissidentes da Fibria;
- cc. outra alternativa disponível ao investidor minoritário, considerando a grande liquidez das ações de emissão da Fibria seria a venda de suas ações, a qualquer momento, em bolsa de valores;
- cd. especificamente no caso dos Fundos JGP, a “solução” que aparentemente seria mais adequada para sua discordância em relação à Operação seria simplesmente não terem adquirido ações de emissão da Fibria após o anúncio da Reorganização Societária, uma vez que, quando se tornaram acionistas da Companhia, já sabiam exatamente as condições a que estariam submetidos em decorrência da Operação;
- ce. por todas as razões expostas, conclui-se que a ilegalidade apontada pelos Fundos JGP em relação à Reorganização Societária é absolutamente infundada e não justifica, de forma alguma, a interrupção do prazo de convocação da Assembleia Geral Extraordinária a ser realizada em 13.09.2018;
- cf. aliás, contrariamente ao que sugerem os Requerentes, o eventual deferimento do seu pedido de interrupção teria sim o condão de ocasionar prejuízos à Fibria, tendo em vista que as condições suspensivas a que está sujeita a consumação da Reorganização Societária referem-se, basicamente, à obtenção das aprovações pela Agência Nacional de Transportes Aquaviários – ANTAQ e pelas autoridades de defesa da concorrência no Brasil, na União Europeia e na China (item 5 do Fato Relevante de 09.08.2018), sendo que os processos para obtenção de tais aprovações pelas companhias envolvidas na Operação já estão devidamente em curso; e
- cg. o pedido de interrupção formulado pelos Fundos JGP, se deferido, retardaria em, pelo menos, 45 (quarenta e cinco) dias a realização da Assembleia Geral da Fibria, não sendo possível afirmar de antemão que, durante este período, não seriam obtidas as autorizações necessárias para que a Operação possa ser consumada.

12. Em 27.08.2018, Suzano manifestou-se espontaneamente quanto à correspondência encaminhada pelos Fundos JGP (0587895), conforme abaixo resumido:

- a. o pedido dos Fundos JGP é motivado exclusivamente por um interesse ilegítimo e abusivo dos reclamantes, que adquiriram a imensa maioria de sua participação acionária após a divulgação da operação e procuram obter

- ganhos indevidos questionando algo que, a rigor, já era da regra do jogo;
- b. ganhos estes, vale lembrar, que podem decorrer não apenas daquilo que eles efetivamente postulam, mas também da valorização ou desvalorização das suas posições durante o período de incerteza que eles mesmo pretendem gerar. Com sua conduta abusiva, os reclamantes geram prejuízos à Fibria, à Suzano e aos seus respectivos acionistas;
 - c. a Reorganização foi estruturada conforme um modelo legítimo, já reconhecido e adotado no mercado brasileiro e com o qual a CVM se deparou, sem levantar suspeitas, em mais de uma ocasião, precedentes esses que, frise-se, tiveram parcelas em ações e caixa em proporção similar àquela contemplada na Reorganização;
 - d. mesmo as alegadas diferenças entre esta operação e algumas das operações anteriores (existência neste caso de um acionista controlador) são irrelevantes e não produzem nenhum efeito do ponto de vista da legitimidade da Reorganização – os conselhos de administração das duas companhias aprovaram, afinal, as operações, inclusive com o voto dos conselheiros independentes, e os controladores, vale lembrar, não terão nenhum benefício adicional que os diferencie dos demais acionistas;
 - e. no pedido se procura, o tempo todo, comparar a Reorganização com as regras das operações isoladas que a compõem, procurando-se daí retirar uma regra não escrita de direito de manutenção de participação pelos acionistas;
 - f. tal direito não existe, nesses termos, nem mesmo nas operações isoladas – a participação proporcional é apenas uma decorrência lógica do que normalmente ocorre em tais operações e a sua quebra não é vedada, embora, naturalmente, possa levar a outros tipos de averiguações (sobre deveres fiduciários, abuso de voto ou abuso de controle, por exemplo, se houver alguma irregularidade);
 - g. mais do que isso, se esse direito não existe formalmente declarado nem mesmo nas operações isoladas, não há que se falar dele em uma operação estruturada com o uso de instrumentos legítimos;
 - h. da mesma maneira, a leitura da diretiva europeia proposta pelos reclamantes faz vista grossa sobre o regime verdadeiramente existente, ignorando que, por lá, é plenamente possível a realização de operações como a Reorganização; e
 - i. a Reorganização não apenas foi realizada com plena observância das regras formais e substanciais aplicáveis a cada um dos institutos adotados, nada havendo de irregular nos fins almejados. Ela foi também realizada no melhor interesse das companhias (e, aqui, vale destacar, sem nenhum benefício ou diferenciação para qualquer grupo de acionistas).

II) ANÁLISE

Da Operação

13. A operação em análise envolve quatro etapas. Ao final, Fibria se tornará uma subsidiária integral de Suzano. Os acionistas de Fibria se tornarão acionistas de Suzano, tendo recebido para cada ação ordinária de emissão da Fibria de que eram

proprietários:

- a. uma parcela em moeda corrente nacional de R\$52,50 (corrigidos pela variação do CDI verificada entre 15.03.2018 e a Data de Liquidação Financeira); e
 - b. 0,4611 ação ordinária de emissão da Suzano.
14. As etapas da operação podem ser resumidas da seguinte forma:
- a. Etapa 1: aumento de capital da Eucalipto Holding S.A. (“Holding”), mediante a emissão de novas ações ordinárias. Tais ações serão totalmente integralizadas pela Suzano em moeda corrente nacional;
 - b. Etapa 2: incorporação da totalidade das ações de emissão da Fibria pela Holding, por seu valor econômico, resultando na emissão, pela Holding, em favor dos acionistas da Fibria de ações ordinárias e de ações preferenciais resgatáveis de emissão da Holding. Para cada ação ordinária de emissão da Fibria serão entregues 1 ação ordinária e 1 ação preferencial resgatável de emissão da Holding. Após essa etapa, o número de ações ordinárias subscritas pela Suzano representará 61% do total de ações ordinárias e 44% do capital total da Holding;
 - c. Etapa 3: resgate da totalidade das ações preferenciais de emissão da Holding, com o pagamento, para cada ação preferencial resgatada, do valor de R\$52,50 (sujeito à correção pela variação do CDI verificada entre 15.03.2018 e a Data de Liquidação Financeira); e
 - d. Etapa 4: incorporação da Holding pela Suzano, pelo valor patrimonial contábil da Holding, com relação de troca de 0,4611 ação ordinária de emissão da Suzano para cada ação ordinária da Holding.

Da reclamação e dos pedidos de interrupção de assembleia

15. Em 11.06.2018, foi instaurado o Processo CVM 19957.005818/2018-85 a fim de analisar reclamação encaminhada por Tempo sobre a reestruturação proposta.
16. Em 14 e 20.08.2018, foram instaurados os Processos CVM 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34, com o objetivo de analisar os pedidos de interrupção do prazo de convocação da AGE prevista para 13.09.2018.
17. Na reclamação que originou o Processo CVM 19957.005818/2018-85 foram apresentados, em geral, os mesmos argumentos constantes do pedido de interrupção de assembleia que originou o Processo CVM 19957.007756/2018-46.

Da tempestividade dos pedidos de interrupção

18. Nos termos do art. 3º, §3º, c/c o art. 2º, §2º da Instrução CVM nº372/02, os pedidos de interrupção de assembleia devem ser apresentados à CVM com antecedência mínima de 8 (oito) dias úteis da data inicialmente estabelecida para a realização da assembleia geral.
19. Considerando que, no presente caso, os pedidos foram apresentados em 13 e 17.08.2018 e que a assembleia foi convocada para 13.09.2018, os pedidos são tempestivos.

Do objeto dos pedidos de interrupção e do cabimento da análise pela CVM

20. Nos termos do art. 124, §5º da Lei nº 6.404/76, a Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia, “interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares” (grifei).
21. A assembleia convocada para 13.09.2018 tem como ordem do dia, entre outros assuntos que não dizem respeito à operação em tela:
- a. aprovar a dispensa da realização da oferta pública de aquisição de ações de emissão da Companhia prevista no artigo 33 do Estatuto Social da Companhia, com o quórum de instalação do artigo 135 da Lei nº 6.404/1976, no contexto da proposta de reorganização societária prevista no “Protocolo e Justificação de Incorporação das Ações de Emissão da Fibria pela Eucalipto Holding S.A., seguida da incorporação da Eucalipto Holding S.A. pela Suzano Papel e Celulose S.A.”;
 - b. aprovar os termos e condições do Protocolo e Justificação;
 - c. aprovar a Operação, nos termos e condições do Protocolo e Justificação;
 - d. autorizar os administradores da Companhia a (i) subscrever, em nome dos acionistas da Fibria, as novas ações ordinárias e as novas ações preferenciais a serem emitidas pela Holding, em decorrência da incorporação das ações da Fibria, e (ii) praticar todos e quaisquer atos adicionais que se façam necessários para implementação e formalização do Protocolo e Justificação e da Operação.
22. Requer Tempo, em caráter cautelar, a interrupção do curso do prazo de convocação da AGE, por até 15 (quinze) dias, a fim de que a CVM conheça e analise a legalidade dos itens acima, à luz dos seguintes dispositivos:
- a. § 3º, do artigo 252, da Lei nº6.404/76;
 - b. § 4º, do artigo 44, da Lei nº6.404/76;
 - c. artigos 8º, e 41, II, c/c 45, do Regulamento do Novo Mercado da B3;
 - e
 - d. artigo 40, do Estatuto Social da Companhia.
23. No mérito, Tempo solicita que seja analisada a legalidade dos seguintes pontos da operação e da proposta da Administração para a AGE:
- a. criar direito para os Controladores de Fibria que eles não possuem, por lei, pelo estatuto social ou por acordo de acionistas, qual seja, o de *drag along* de sua base acionária minoritária;
 - b. subtrair direito dos minoritários, decorrente da cláusula de *tag along*, de não aderir à alienação de venda de controle acionário da Companhia;
 - c. violar regra do Novo Mercado, da B3, notadamente no que se refere à transformação de ações ordinárias em preferenciais, sem observar as regras e procedimentos de saída do referido segmento;

- d. burlar regras aplicáveis em operações de resgate de ações, notadamente a necessidade de tratamento igualitário a todos os acionistas de uma mesma classe e a obrigatoriedade de resgate por sorteio no caso do resgate parcial;
 - e. descumprir as regras estatutárias da Companhia sobre Ofertas Públicas de Ações, em relação à realização de reestruturação societárias que, substancialmente, retiram o acionista do ambiente do Novo Mercado, dado que 80% do valor das ações está sendo efetivamente liquidado e forçadamente excluído do ambiente de ações listadas no referido segmento; e
 - f. diante dos pontos acima, o impedimento dos Controladores Fibria de participarem das deliberações envolvendo a Operação, tendo em vista a aplicabilidade, no caso, do disposto no caput e § 1º do art. 115 da Lei das S.A.
24. Por sua vez, os Fundos JGP baseiam o seu pedido de interrupção na suposta violação dos artigos 223, 224, 225 e 252 da Lei nº 6.404/76.
25. Entende tal requeinte que a operação seria ilegal por impor aos acionistas minoritários da Fibria, em contrapartida de sua participação acionária, o recebimento de quantia em espécie e uma quantidade de ações de Suzano.
26. Em sua visão, o regime jurídico das operações de incorporação de sociedades e de ações determina que os acionistas da companhia incorporada recebam exclusivamente ações da incorporadora em substituição às suas ações. Esse critério teria como objetivo observar o direito dos acionistas de manter sua condição de sócio.
27. Note-se que a literalidade do art. 124, §5º, inciso II da Lei nº6.404/76 faz referência à análise das propostas a serem submetidas à assembleia. Não obstante, o Colegiado já se manifestou, em diversos precedentes, no sentido de que a interrupção de prazo é cabível quando a alegada ilegalidade guardar relação direta com a proposta submetida à assembleia, o que ocorre no presente caso.

Dos precedentes citados

28. Tanto Tempo, quanto Fibria fazem menção a algumas operações semelhantes a que ora se analisa na medida em que envolviam contrapartida em dinheiro e em ações da incorporadora em substituição às participações detidas pelos acionistas das companhias incorporadas. As operações citadas são: Bovespa/BM&F (2008), Datasul/Totvs (2008), Company/Brascan (2008), Bematech/Tovs (2015) e Cetip/BM&FBovespa (2016).
29. Com base na documentação disponível na página da CVM, destacam-se a baixo as principais características das operações mencionadas:
- a. Datasul/Totvs (2008):
 - i. ambas as companhias possuíam acionistas controladores (controladores detinham 32,79% do capital votante da Datasul e 20,06% da Totvs, informações extraídas do MEMO/SRE/GER-1/Nº 214/2008);
 - ii. ambas as companhias faziam parte do Novo Mercado;
 - iii. a reestruturação foi negociada pelos administradores;
 - iv. os acionistas de Datasul receberam aproximadamente 91% em dinheiro e 9% em ações (considerando as cotações na véspera da divulgação do fato relevante);

- v. a companhia resultante da operação possuía capital disperso;
 - vi. na assembleia de Datasul, estavam presentes acionistas representando 68,90% do capital social e a operação foi aprovada por unanimidade dos votos;
 - vii. na assembleia de TOTVS, estavam presentes acionistas representando 73,1735% do capital social e a operação foi aprovada por maioria dos votos.
- b. Company/Brascan (2008):
- i. ambas as companhias possuíam acionistas controladores (controladores detinham 39,45% do capital votante da Company – somadas as participações de acionistas da companhia que eram também cotistas da controladora, chega-se a 51,12% – e 59,87% da Brascan);
 - ii. ambas eram companhias abertas com ações negociadas no Novo Mercado (após a operação, a denominação de Company foi alterada para Brookfield São Paulo S.A. e a de Brascan para Brookfield Incorporações SA);
 - iii. a reestruturação foi negociada pelos administradores;
 - iv. os acionistas de Company receberam aproximadamente 30% em dinheiro e 70% em ações (considerando as cotações na véspera da divulgação do fato relevante);
 - v. ao final da operação, os acionistas controladores de Company passaram a integrar o bloco de controle da companhia resultante da operação;
 - vi. na assembleia de Company, estavam presentes acionistas representando 73,53% do capital social e a operação foi aprovada por unanimidade dos votos, com abstenções;
 - vii. na assembleia de Brascan, estavam presentes acionistas representando mais de 71% do capital social e a operação foi aprovada por unanimidade dos votos;
- c. Bovespa/BM&F (2008):
- i. não havia acionistas controladores;
 - ii. ambas eram companhias abertas com ações negociadas no Novo Mercado;
 - iii. a reestruturação foi negociada pelos administradores;
 - iv. os acionistas de Bovespa receberam aproximadamente 7% em dinheiro e 93% em ações (considerando as cotações na véspera da divulgação do fato relevante);
 - v. a companhia resultante da operação possuía capital disperso;
 - vi. na assembleia de Bovespa, estavam presentes acionistas representando mais de 50% do capital social e a operação foi aprovada por maioria dos votos; e
 - vii. na assembleia da BM&F, estavam presentes acionistas representando mais de 2/3 do capital social e a operação foi aprovada por unanimidade dos votos;
- d. Bematech/Tovs (2015):

- i. não havia acionistas controladores;
- ii. ambas eram companhias abertas com ações negociadas no Novo Mercado;
- iii. a reestruturação foi negociada pelos administradores;
- iv. os acionistas de Bematech receberam aproximadamente 87% em dinheiro e 13% em ações (considerando as cotações na véspera da divulgação do fato relevante);
- v. a companhia resultante da operação possuía capital disperso;
- vi. na assembleia de Bematech, estavam presentes acionistas representando 71,86% do capital social e a operação foi aprovada por acionistas representando mais da metade do capital social; e
- vii. na assembleia da TOTVS, estavam presentes acionistas representando 67,03% do capital social e a operação foi aprovada por maioria dos votos;

e. Cetip/BM&FBovespa (2016):

- i. não havia acionistas controladores;
- ii. ambas eram companhias abertas com ações negociadas no Novo Mercado;
- iii. a reestruturação foi negociada pelos administradores;
- iv. os acionistas de Cetip receberam aproximadamente 67% em dinheiro e 33% em ações (considerando as cotações na véspera da divulgação do fato relevante);
- v. a companhia resultante da operação possuía capital disperso;
- vi. na assembleia de Cetip, estavam presentes acionistas representando 72% do capital social e a operação foi aprovada por maioria dos acionistas; e
- vii. na assembleia da BM&FBovespa, estavam presentes acionistas representando 72,46% do capital social e a operação foi aprovada por maioria dos votos.

30. Em resumo, Tempo entende que tais operações não serviriam como precedente para a operação ora em análise, visto que (i) não se inseriam em um contexto de alienação de controle, (ii) contaram com aprovações da maioria dos acionistas e (iii) as negociações teriam sido realizadas entre os administradores.

31. Fibria, em oposição, apontou que (i) Datasul possuía acionista controlador; (ii) Company era companhia aberta com acionista controlador e com ações negociadas no Novo Mercado; (iii) BM&F possuía ações negociadas no Novo Mercado; e (iv) as operações anteriores não foram aprovadas por unanimidade dos acionistas das companhias envolvidas, uma vez que não estavam presentes às assembleias a totalidade da base acionária.

32. De acordo com a documentação relativa a cada operação, observa-se que, em todos os casos, os acionistas da companhia incorporada recebem parcela em dinheiro e parcela em ações. Tomando como base as cotações das ações de emissão das companhias envolvidas nas operações, o percentual em dinheiro recebido pelos acionistas das sociedades incorporadas variou entre 7 e 91% da contrapartida de suas respectivas participações acionárias.

33. Em duas dentre as cinco operações citadas, as sociedades incorporadas possuíam acionistas controladores, ainda que em uma delas detivessem participação inferior a 50% das ações ordinárias.
34. Nas cinco operações citadas, foi utilizada uma holding para emissão de ações preferenciais resgatáveis, de modo a viabilizar o pagamento da parcela em dinheiro.
35. Conforme acima citado, a Superintendência de Registros se manifestou em relação às operações Datasul/Totvs e Company/Brascan por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº 214/2008 no sentido de que:
- a. “as reorganizações societárias divulgadas não ensejam a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle de companhia aberta, por não se enquadrarem no que preceitua o art. 254-A da Lei nº 6.404/76”; e
 - b. “analisando as informações públicas sobre as referidas reorganizações societárias, não se vislumbra, até o momento, eventuais vantagens adicionais aos antigos controladores que justificassem a visão de que esteja ocorrendo a fraude à lei societária ou às regras estatutárias”.
36. Observa-se do exposto que as operações referenciadas seriam, em seus aspectos relevantes, similares à reestruturação proposta por administradores de Fibria e Suzano, ainda que esta tenha sido objeto de negociação direta entre controladores.
37. Não obstante, não se identificou qualquer manifestação da CVM sobre as operações especificamente quanto ao alegado efeito de *drag along* ou de desinvestimento compulsório.

Do Interesse Social na realização da operação

38. A análise das alegações relacionadas ao suposto desvio de finalidade ou fraude à Lei deve considerar inicialmente a avaliação das justificativas apresentadas para a realização da operação e do interesse social envolvido.
39. Alegam os requerentes que a operação tinha como objetivo (ou como um dos principais objetivos) a redução da base acionária da Fibria em 80%.
40. Tempo entende que restaria caracterizada fraude à lei na medida em que não haveria interesse social de Fibria na realização da transação proposta, visto que, no âmbito da Fibria, a operação apenas se justifica sob o interesse do controlador de liquidar parte relevante do seu capital investido. Eventuais benefícios com sinergia são secundários e, quando muito, apenas serão refletidos no valor das ações de Suzano.
41. Em seu entendimento, “à luz do conjunto de ilegalidades acima identificado, resta claro que a Operação sequer poderia ser submetida à deliberação da Assembleia Geral, independente de os controladores participarem ou não, sob pena de se submeter à deliberação social um interesse que nada diz respeito à Companhia e que não diz respeito ao interesse da coletividade”.
42. Na visão de Tempo, “sinergias bilionárias e de difícil aferição são divulgadas como verdades incontestáveis”, sendo que “as propagadas sinergias beneficiam apenas Suzano e não à base acionária de Fibria”.
43. Apesar de demonstrar dúvidas quanto à existência de sinergias na operação, a reclamante não apresenta dados ou informações específicas que

fundamentem seus questionamentos quanto às sinergias esperadas.

44. Os Fundos JGP, por sua vez, deixam claro que não são contra a união em si das atividades e negócios exercidos por Fibria e Suzano, “de sorte a criar uma empresa mais robusta e com maior escala, da qual certamente advirão vantagens para seus acionistas, empregados, clientes e, enfim, para a economia nacional”.
45. A esse respeito, em sua manifestação no âmbito do Processo 19957.005818/2018-85, Fibria alega que:
- a. “a Operação, ao acarretar a combinação dos negócios de ambas as Companhias, atende plenamente o interesse da Fibria e de seus stakeholders, pois viabilizará a criação de uma empresa maior, mais competitiva e mais lucrativa, com acesso a melhores condições de financiamento, e que, conseqüentemente, gerará maior retorno a todos os seus acionistas”; e
 - b. “as eficiências esperadas com a Operação envolvem ganhos de sinergias derivados da redução de custos e riscos operacionais, notadamente a redução da distância média entre florestas e plantas industriais, a integração das atividades florestais e de logística florestais, a logística doméstica e internacional da celulose, que proporcionará também maior alcance geográfico dos serviços, assim como o aumento da capacidade de desenvolver e diversificar produtos para atendimento de clientes, a sinergia nos custos administrativos e, dentre diversos outros, a integração e diversidades de alternativas em pesquisa e desenvolvimento florestal”.
46. Naquela oportunidade, a Companhia apresentou cópias de relatórios de instituições financeiras (Credit Suisse, JP Morgan, Citibank, Bank of America Merrill Lynch), anteriores à divulgação da operação, em que são analisadas as sinergias esperadas no caso de uma possível combinação de operações de Fibria e Suzano. Tais relatórios previam sinergias entre R\$6.8 e R\$16.2 bilhões.
47. O Protocolo e Justificação divulgado em 09.08.2018 aponta nessa mesma direção, conforme abaixo transcrito:
- "1.3 Busca-se, com a Operação, a criação de uma empresa sólida, detentora de ativos de primeira linha, estrategicamente localizados, capaz de suprir clientes em todos os continentes com seus produtos de forma eficiente.
- 1.3.1. A integração das atividades das Companhias permitirá a captura de ganhos de sinergias derivados da redução de custos e riscos operacionais florestais, logísticos e administrativos, com significativos ganhos de eficiência para as Companhias."
48. Em apresentação a analistas e agentes de mercado divulgada pela Suzano em Comunicado ao Mercado de 16.03.2018 consta, na página 17, citação de outros relatórios de instituições financeiras independentes (Itaú BBA e Bradesco BBI) que previam sinergias entre R\$8 e 10 bilhões.
49. A respeito de tais relatórios, Tempo pondera, na réplica à manifestação de Fibria no âmbito do Processo 19957.005818/2018-85, que os analistas “se manifestaram previamente à divulgação da Operação sobre os benefícios de uma fusão entre as duas empresas, em uma estrutura que não veio a ser realizada e cujos benefícios, se existentes, foram capturados por Suzano e não por Fibria”.
50. A meu ver, não parece fazer sentido tais argumentos. As sinergias são geradas pela combinação das operações das companhias envolvidas e seu impacto, que se refletirá na sociedade consolidada resultante da operação, não deixaria de ser um elemento na negociação das condições da operação. Ademais, consultando as páginas apontadas por Tempo (páginas 12 e 13 do relatório de JP Morgan, páginas

1,13,14 e 19 do relatório de Credit Suisse e páginas 30 a 33 do relatório de Citibank), não se verifica qualquer afirmação de que as sinergias restariam comprometidas a depender da estrutura adotada na operação.

51. Pelo exposto, diante das informações divulgadas e fornecidas pela Companhia, não se identificam elementos que apontem no sentido de que não haveria interesse social na “união operacional” das companhias envolvidas.

Do impedimento de voto dos controladores de Fibria

52. Solicita Tempo que, caso se considere que a operação pode ser submetida à aprovação dos acionistas de Fibria, seja verificado o impedimento da participação dos controladores nas deliberações envolvendo a operação, tendo em vista a aplicabilidade, no caso, do disposto no *caput* e § 1º, do Artigo 115, da Lei nº6.404/76.

53. O referido dispositivo prevê que:

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

54. No que diz respeito às hipóteses de impedimento de voto (art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76), conforme já mencionado, deve-se observar que os acionistas minoritários de Fibria terão o mesmo tratamento que os acionistas controladores: todos receberão o mesmo valor por ação em dinheiro e a todos será aplicada a mesma relação de troca de ações de emissão Fibria por ações de emissão de Suzano.

55. Assim, não vislumbro eventual vantagem do controlador que não seja extensível aos demais acionistas, de modo que não restaria caracterizado o benefício particular aos acionistas controladores de Fibria.

56. Do mesmo modo, também não é possível identificar, *a priori*, em que medida haveria interesse conflitante com o da Companhia.

57. Não havendo benefício particular ou conflito de interesses, a maioria da qual faz parte o acionista controlador seria tão legítima quanto a maioria em que este não participa, de modo que o resultado das assembleias e os efeitos da operação seria decorrência do princípio majoritário, embora tenhamos a opinião, em tese, de que, sempre que possível, em reestruturações desse porte, deva-se assegurar, na medida prevista na lei e na regulamentação, uma adequada oportunidade de participação dos acionistas minoritários no processo decisório.

58. Cabe ressaltar que, em que pese o fato de Tempo ter formulado questionamentos acerca do impedimento de participação dos acionistas controladores de Fibria na assembleia que virá apreciar a operação, não há manifestação expressa quanto a eventual benefício particular ou a conflito de interesses em seu requerimento.

59. A caracterização de um desvio de finalidade no modelo de

reestruturação proposto será objeto de análise a seguir.

Da violação regra do Novo Mercado - transformação de ações ordinárias em preferenciais no caso de companhia listada no Novo Mercado

60. Tempo argui, ainda, eventual infração aos artigos 8º, e 41, II, c/c 45, do Regulamento do Novo Mercado da B3: considerando que Fibria é uma companhia cujas ações são negociadas no Novo Mercado, seu capital deve ser dividido exclusivamente em ações ordinárias, assim a emissão de ações preferenciais na Holding teria sido realizada para burlar tal proibição e evitar a consequente realização de Oferta Pública de Ações para saída do Novo Mercado.
61. A esse respeito, a B3 manifestou-se em 29.08.2018, por meio do documento 497/2018-DRE, no sentido de que a reorganização societária não viola o art. 8º do Regulamento do Novo Mercado em vigor desde 02/01/2018, o qual estabelece que “[a] companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias” e, portanto, veda a emissão de ações preferenciais por companhias listadas no referido Segmento Especial (exceção feita à hipótese prevista no art. 8º, parágrafo único). Explica a B3 que “a rigor, tal vedação somente pode ser aplicável a companhias listadas no Novo Mercado. Na reorganização societária em referência, não haverá a emissão de ações preferenciais por parte da Fibria ou da Suzano (ambas companhias listadas no Novo Mercado), mas por meio da Eucalipto Holding S.A. (“Eucalipto Holding”), sendo a última constituída como companhia fechada e, portanto, não listada em Segmento Especial da B3”.

Necessidade de realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações em função do disposto art. 254- A

62. Em 30.08.2018, a SRE manifestou-se por meio do Memorando nº 59/2018-CVM/SRE/GER-1, conforme abaixo resumido:
- a. dentre as características necessárias para se configurar a alienação de controle prevista pelo art. 254-A da LSA, não se verifica a transferência das ações de emissão de Fibria de titularidade de seus antigos controladores para os controladores de Suzano;
 - b. pode-se afirmar que a Operação é uma reestruturação societária que envolve incorporação de ações típica, a qual, nos termos da Decisão do Colegiado datada de 17/06/2008 e pelo entendimento manifestado por esta área técnica em 17/09/2008, conforme mencionamos acima, não configura, a princípio, a alienação de controle da Companhia, nos termos do art. 254-A da LSA, pois a Lei trata essas operações “*por meio de dispositivos distintos e de maneira completamente diversa*”, nas palavras do então Diretor Marcos Pinto;
 - c. a estrutura da Operação se mostra similar àquelas observadas, por exemplo, nas reorganizações de Datasul/Totvs e Company/Brascan, sendo que, nos referidos casos, houve parte do pagamento pelas ações de emissão da companhia incorporada realizada diretamente em dinheiro, mas também houve parte do pagamento realizado com ações preferenciais resgatáveis de emissão de sociedade que aparenta ter cumprido a mesma finalidade que a Holding cumprirá no presente caso, qual seja, viabilizar o pagamento da parcela em dinheiro;
 - d. nos termos do MEMO/SRE/GER-1/Nº 214/2008, as companhias incorporadas nas reorganizações societárias tratadas naquele Memorando

(Tenda, Datasul e Company) contavam com a figura de acionistas controladores, não se tratando, portanto, de *corporations*, como chegou a alegar Tempo;

- e. a OPA por alienação de controle poderia ser devida caso se verificasse uma incorporação de fachada ou pagamentos em dinheiro disfarçados ao antigo controlador, situação em que poderia estar presente fraude à Lei, como alega o Reclamante;
- f. dos termos da Operação verificados e com base nas informações disponíveis até o momento, não há elementos suficientes que sustentem a tese de fraude à Lei no que tange especificamente à aplicabilidade do art. 254-A da LSA, uma vez que, nos moldes propostos, a Operação, a princípio, replica estruturação já seguida em diversos precedentes, além do que os acionistas minoritários da Companhia receberão contrapartida equivalente, por suas ações, àquela que será dada aos atuais acionistas controladores da Companhia;
- g. ao que parece, a Operação tem uma finalidade empresarial clara, qual seja, unir as atividades operacionais de Fibria e de Suzano; e
- h. a Operação, conforme divulgada até o presente momento, não enseja a alienação de controle de que trata o art. 254-A da LSA.

Necessidade de realização de Oferta Pública de Aquisição de Ações em relação à realização de reestruturação societárias que retiram o acionista do ambiente do Novo Mercado (Regra Estatuária)

63. O art. 40 do Estatuto Social de Fibria, prevê que:

“Caso os acionistas reunidos em Assembleia Geral Extraordinária deliberem a saída da Companhia do Novo Mercado ou caso essa saída venha a ocorrer em virtude de operação de reorganização societária, na qual os valores mobiliários de emissão da companhia resultante de tal reorganização não sejam admitidos à negociação no Novo Mercado no prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data da assembleia geral que aprovou a referida operação, o acionista ou grupo de acionistas que detiver o Poder de Controle da Companhia deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações, cujo preço mínimo a ser ofertado deverá corresponder ao Valor Econômico apurado em laudo de avaliação, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis.”

64. Na visão de Tempo, aplicar-se-ia o referido artigo, sendo obrigatória a realização de Oferta Pública, visto que apenas 20% do capital investido será mantido em uma empresa listada no Novo Mercado.

65. A esse respeito, a B3 manifestou-se em 29.08.2018, por meio do documento 497/2018-DRE, no sentido de que lhes parece que a reorganização societária não demandaria a realização de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”), tendo por referência o disposto no art. 40 do Estatuto Social da Fibria. Em suas palavras:

"No caso em análise, contudo, de acordo com a documentação disponibilizada sobre a operação, a companhia resultante da reorganização societária (Suzano) permanecerá com seus valores mobiliários admitidos à negociação no Novo Mercado, conforme exigido pelo art. 40 do Estatuto Social da Fibria.

Adicionalmente, não há, nesse caso, violação ao princípio tutelado pelo item 11.4 do antigo Regulamento e no art. 40 do Estatuto Social da Fibria. Isso porque o objetivo de tal regra é mitigar o risco de que acionistas de companhias listadas no Novo Mercado recebam, ao término de reorganizações societárias, ações de companhias não listadas no segmento, e, portanto, não sujeitas às mesmas práticas de

governança corporativa. Assim como no caso em análise, os acionistas da Fibria receberão ações de emissão da Suzano ao fim da operação, não vislumbramos violação ao princípio que a regra visa tutelar.

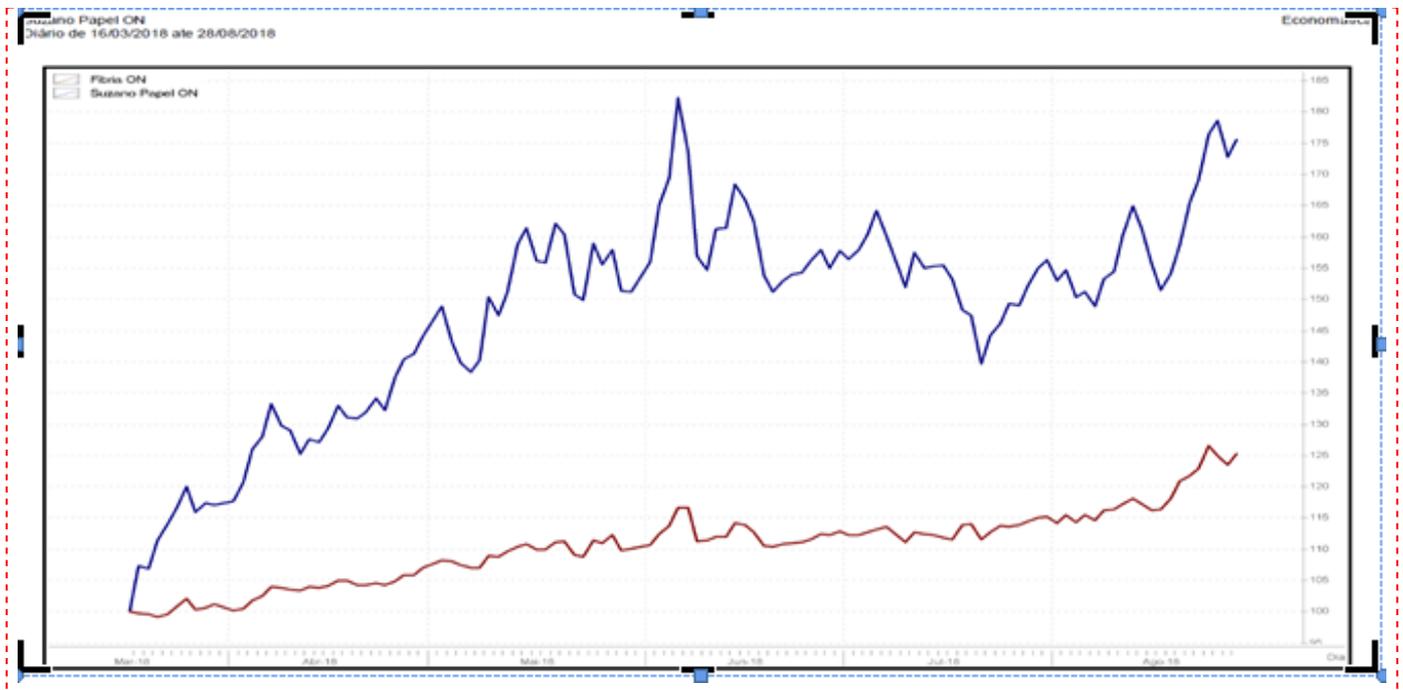
Por fim, esclarecemos que o art. 40 do Estatuto Social da Fibria (tampouco o item 11.4 do antigo Regulamento) não estabelece propriamente uma razão mínima entre o capital investido na companhia originalmente listada no Novo Mercado e o capital aportado na companhia resultante da reorganização societária. Como visto, a regra estabelece que os valores mobiliários de emissão da companhia resultante de reorganização societária devam ser admitidos à negociação no Novo Mercado.

Sem prejuízo de tais considerações, os pontos questionados no Ofício CVM poderão ser avaliados no constante processo de aprimoramento de regras previstas nos regulamentos dos Segmentos Especiais da B3, em especial do Novo Mercado."

Da estrutura adotada para a Operação – Alegada fraude ao instituto da incorporação – Alegada desapropriação das participações dos acionistas da sociedade incorporada (“drag along”)

66. As reestruturações societárias complexas, sobretudo nos casos que resultam na migração da base acionária de uma companhia aberta para outra sociedade ou na alienação compulsória de parcela de sua participação, devem ser analisadas não apenas do ponto de vista da legalidade de cada etapa da operação. A reestruturação deve ser considerada, tal como proposta pelos administradores das companhias envolvidas, de forma integrada.
67. Tais operações, em razão da relevância dos valores envolvidos, podem gerar incentivos para eventuais abusos da maioria, constituindo um risco que não pode ser desprezado pelo regulador.
68. Da mesma forma, há incentivos igualmente relevantes para que minorias se manifestem contrariamente a operações alinhadas ao interesse social, nos casos em que vislumbrem a oportunidade de obtenção de ganhos adicionais com modelos alternativos ao das operações eventualmente propostas por administradores ou controladores das sociedades envolvidas.
69. Nessas reestruturações, quanto maior o lapso temporal entre o anúncio da operação e a sua concretização, maior a possibilidade do surgimento de conflitos, na medida em que as cotações das ações de emissão das sociedades envolvidas deixam, ao menos em parte, de ser resultado da análise da perspectiva de desempenho operacional de cada sociedade.
70. Nos casos em que a operação envolva somente troca de ações, a relação de substituição anunciada torna dependentes os preços dos papéis. Nos casos em que a operação envolve também pagamento em dinheiro, a cotação da ação passa, no que se refere à parcela a ser recebida em dinheiro, a ter a característica de um investimento financeiro atrelado ao índice de correção pactuado.
71. No caso concreto, a operação resulta no pagamento em dinheiro aos acionistas da Fibria de cerca de 80% do valor atribuído às suas participações. O negócio foi anunciado por meio de fato relevante divulgado às 8h40 do dia 16.03.2018^[1]. Desde então, as ações de emissão de Suzano subiram cerca de 71%, ao passo que as ações de emissão de Fibria, subiram em torno de 22%.

Relação da variação de cotação SUZB3 x FIBR3 – 16.03.2018 a 28.08.2018 (Base 100)



72. Nesse sentido, a Suzano, em sua manifestação, denuncia um comportamento que, em seu entendimento, seria oportunista e abusivo de acionistas que adquiriram ações após o anúncio da reestruturação e vieram a contestá-la em seguida.
73. Tempo, por sua vez, alega que o acionista controlador de Fibria tinha como propósito negocial alienar o controle e liquidar parte relevante de seu capital investido^[2]. Com isso, teria adotado a estrutura proposta, obrigando os demais acionistas a alienarem parte de sua participação.
74. Em suas palavras, “o que existe é uma finalidade oculta e diversa daquela que seria típica destes atos. Há efetivamente um objetivo de desapropriar parte do capital investido pelos acionistas minoritários de Fibria, mediante a submissão deles aos termos e condições aprovados pelos Controladores Fibria”.
75. Acrescenta que “tivessem eles [os controladores] contratado a alienação de controle de maneira direta com os Controladores Suzano, nas mesmas condições de preço que a Operação, e conferido o direito de *tag along* aos demais acionistas de Fibria – e não criado um *drag along* – esta Reclamação não existiria”. Assim, estaria sendo subtraído “direito dos minoritários, decorrente da cláusula de *tag along*, de não aderir à alienação de venda de controle acionário da Companhia”.
76. No entendimento dos Fundos JGP, a operação fere um direito essencial dos acionistas (previstos no art. 109 da Lei nº 6.404/76) que seria o direito de permanecer sócio.
77. Alega, ainda, que “reconhecido esse direito fundamental do acionista de permanecer sócio, não há como deixar de constatar a sua violação em razão do pagamento da parcela em dinheiro aos acionistas da Fibria, sem que (i) tenha havido sua aceitação voluntária ou (ii) exista norma legal expressa que preveja a venda compulsória de suas ações em caso de incorporação”. Nessa linha, a opção de se retirar da sociedade constitui, em sua visão, decisão que integra, em caráter exclusivo, a esfera jurídica e patrimonial de cada acionista, não estando submetida ao princípio majoritário.
78. Por fim, os Fundos JGP defendem que, em operações de incorporação de sociedades e de ações, os acionistas da companhia incorporada devem receber exclusivamente ações da incorporadora em substituição às suas ações. O pagamento

de parcela em dinheiro, mesmo que por meio de ações preferenciais resgatáveis, constituiria uma burla aos artigos 223, 224, 225 e 252 da Lei nº 6.404/76.

79. A Companhia em defesa do modelo de operação adotado, alega o princípio da ampla liberdade de contratar: não havendo vedação expressa, os particulares podem livremente regular seus interesses da forma que entenderem mais adequada.
80. Entende a Companhia, entre outros argumentos, que a Lei nº 6.404/76 não veda o recebimento de dinheiro como contrapartida em operações de incorporação e incorporação de ações e, ainda que vedasse, as duas incorporações englobam exclusivamente a substituição de ações das sociedades envolvidas.
81. Independente da discussão acerca dos incentivos econômicos envolvidos, o escopo da presente análise ficará restrito à apreciação dos argumentos relacionados à alegada ilegalidade do modelo de reestruturação proposto. Obviamente, em uma operação realizada em diversas etapas, além da análise da operação de forma integrada, é preciso que cada operação societária individualmente implementada siga os requisitos e procedimentos previstos na lei e na regulamentação em vigor.
82. No que diz respeito à dispensa da realização da oferta pública de aquisição de ações de emissão da Companhia prevista no artigo 33 do Estatuto Social da Companhia, prevista no Edital de Convocação, os requerentes não apresentaram alegações específicas, pelo que não teceremos comentários sobre a matéria.
83. A primeira etapa da operação compreende um aumento de capital na holding que não foi objeto de questionamentos, pelo que não caberia qualquer comentário neste momento.
84. Na terceira etapa da operação considerada isoladamente, qual seja, resgate de ações preferenciais da Holding, em que pese os argumentos apresentados pela Tempo, quanto à necessária realização de sorteio, entendemos que não estaria sendo descumprido o §4º, art. 44, da Lei nº 6.404/76, já que se trata de resgate da totalidade das ações preferenciais da sociedade, não havendo que se falar em sorteio.
85. Sobre esse ponto, a Companhia explica que “a exigência legal de sorteio nos casos de resgate parcial visa a assegurar a impessoalidade de tal operação” e que o caráter de impessoalidade estaria devidamente assegurado, visto que “abrangerá a totalidade dos atuais acionistas da Fibria, inclusive, e exatamente nas mesmas condições, dos seus controladores”.
86. Em vista do exposto, entendemos não haver indícios de irregularidades em relação a esse ponto.
87. Em relação à última etapa, consistente na incorporação da Holding pela Suzano, com relação de troca de 0,4611 ação ordinária de emissão da Suzano para cada ação ordinária da Holding, também não há qualquer questionamento em relação aos critérios e procedimentos adotados.
88. Como se percebe, o cerne da questão envolve a alegação de ilegalidade na realização em sequência da segunda e terceira etapas da operação, o que será abaixo analisado.

Da incorporação de ações e posterior resgate (etapas 2 e 3)

89. Na segunda etapa, qual seja, a incorporação de ações de Fibria por Eucalipto Holding, os acionistas de Fibria recebem ações ordinárias e ações preferenciais resgatáveis de emissão da Holding.

90. Tempo questiona a utilização de ações preferenciais na relação de troca por ações ordinárias admitidas à negociação no Novo Mercado. A eventual inobservância às regras no Novo Mercado foi objeto de manifestação da B3, conforme anteriormente descrito.
91. JGP alega que essa incorporação de ações seguida do resgate constituiria, na realidade, “a entrega de um outro bem que não ações da incorporadora em substituição às ações da incorporada”, o que seria vedado pela Lei nº6.404/76.
91. Como já comentado, a Companhia, dentre outras alegações, manifesta-se no sentido de que a Lei não veda o recebimento de dinheiro como contrapartida em operações de incorporação e incorporação de ações.
92. Em relação a essa alegação, vale observar que o art. 223, em seu § 2º, prevê que “os sócios ou acionistas das sociedades incorporadas, fundidas ou cindidas receberão, diretamente da companhia emissora, as ações que lhes couberem”.
93. O art. 224, inciso I, ao tratar das informações que devem constar do Protocolo, prevê que deve ser incluído: “o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição”.
94. Nos termos do § 3º do art. 252 da Lei 6.404/76, “aprovado o laudo de avaliação pela assembleia geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem”.
95. Chama a atenção que todos os dispositivos citados somente mencionem o recebimento de ações por parte dos titulares das ações incorporadas ou das ações da sociedade incorporada.
96. Ao definir essas operações, Lamy e Bulhões esclarecem que^[3]:
- Na incorporação de sociedade, a incorporada subscreve aumento de capital da incorporadora para criar as ações que substituirão as ações extintas da incorporada, e o aumento do capital da incorporadora dá-se pela versão do patrimônio líquido da incorporada (v. § 435). O mesmo ocorre no caso da cisão com transferência de parcela de patrimônio líquido para a sociedade existente (v. § 443).
- [Na] Incorporação de Ações [...], o capital da incorporadora é aumentado com a contribuição das ações de outra companhia, para transformá-la em subsidiária integral (v. § 495).
97. Ao tratar da natureza jurídica da incorporação de ações, Lamy e Bulhões trazem os seguintes ensinamentos^[4]:
- [Os acionistas] não praticam ato de disposição das ações como elementos de seus patrimônios e a incorporadora não adquire as ações por efeito de alienação, quer da companhia cujas ações devam ser incorporadas, quer dos seus acionistas: as ações incorporadas são substituídas por ações da incorporadora por subrogação real – como efeito legal do negócio jurídico societário de incorporação de ações.
- Do ponto de vista dos interesses de direitos de participação dos acionistas da companhia que são partes da operação, a estipulação do negócio mais importante é a relação de substituição das ações extintas, ou seja, a quantidade (ou fração) de ações da companhia incorporadora que os acionistas da companhia cujas ações são incorporadas receberão em substituição destas.
98. Vale, ainda, citar os conceitos apresentados, respectivamente, por Fran Martins e José Edwaldo Tavares Borba:

Para que se opere a conversão de uma companhia em subsidiária integral, por incorporação, necessário é que a operação seja submetida à apreciação e deliberação de ambas as sociedades, pelas importantes alterações que ocorrerão em relação aos acionistas das mesmas. Será a operação acertada entre as administrações das companhias, devendo essas prepararem um protocolo e uma justificação para que os mesmos sejam discutidos pelas assembleias das sociedades interessadas. Aprovada a operação, a sociedade incorporadora ou controladora integral deverá, em assembleia, autorizar o aumento de capital que será realizado com as ações da sociedade a incorporada, visto como, segundo já anteriormente dito, a operação consiste, em resumo, em um aumento de capital subscrito pelos acionistas da sociedade a ser incorporada, pagando esses as ações subscritas com as ações que possuem na sociedade a que primitivamente pertencem [MARTINS, 5].

Com a incorporação, a incorporadora sucede a incorporada em todos os direitos e obrigações, operando-se uma sucessão universal. O patrimônio líquido da incorporada, que passa à incorporadora, gera nesta um aumento de capital equivalente e, como consequência, a emissão das ações a serem entregues aos acionistas da incorporada em substituição às de que eram titulares. A sociedade incorporada extingue-se sem se liquidar, posto que sua realidade econômico-jurídica (ativo, passivo, acionistas) integra-se na incorporadora [BORBA, 6].

99. Nesse sentido, entendemos, salvo melhor juízo e considerando o exíguo prazo para reflexão sobre o tema, que as operações definidas na Lei nº 6.404/76 como incorporação de ações e incorporação de sociedade, não comportariam o pagamento de dinheiro como contrapartida em operações de incorporação e incorporação de ações.
100. Parece-nos, justamente, que, em razão das especificidades de cada instituto previsto na Lei 6.404/76, verificou-se a necessidade de realização da operação em diversas etapas.
101. Nesse sentido, vale ressaltar os argumentos apresentados pela Suzano, referindo-se à legitimidade da conjugação dos institutos utilizados, *in verbis*:

Mais à frente, ressalta que “[e]ssa inércia jurídica [...] não é apenas o fruto de um misoneísmo, que parece ser muito vivo nos ambientes jurídicos, mas corresponde também à necessidade de conciliar as novas exigências da vida prática com a certeza e segurança da disciplina jurídica, com a continuidade do desenvolvimento histórico do direito”. Daí o natural e legítimo movimento de combinação de formas jurídicas para novas soluções.

É exatamente isso que se verifica com relação à Reorganização. Em um caminho similar ao que se já se trilhara, no passado, nos Estados Unidos, as partes concatenaram quatro operações societárias distintas na busca por uma solução para uma necessidade que não foi enfrentada de forma direta pela lei acionária.

O encadeamento entre as operações realizadas fica evidenciado dos termos do Protocolo, que abrange todos os passos da Reorganização. Não se trata, porém, de uma mera sucessão cronológica de atos alheios e indiferentes uns aos outros. Ao contrário, o encadeamento entre cada uma das operações mostra-se imprescindível à obtenção do fim pretendido pelas partes, não sendo possível atingi-lo sem o concurso de toda as operações descritas no Protocolo. A se aceitar essa lógica, pode se dizer que, na Reorganização, valeu-se de “velhos institutos” para satisfazer necessidades não originariamente vislumbradas (e, só por isso, não atendidas) pelo legislador. O que não representa, como na sequência se verá, qualquer ilegalidade

102. Não deixa de ser relevante o fato de que, do ponto de vista formal, na

etapa que engloba a incorporação de ações de Fibria, os acionistas de Fibria recebem apenas ações da Holding em contrapartida de suas participações originais.

103. Ainda que se possa controverter quanto à essência econômica dos títulos que serão entregues [\[7\]](#), não se pode deixar de analisar de forma integrada os dispositivos da Lei 6.404/76.
104. O artigo 19 da Lei 6.404/76 dispõe que o estatuto da Companhia poderá prever o resgate das ações:
- Art. 19. O estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.*
105. Nos termos da Lei, o fato de serem resgatáveis ou conversíveis não descaracteriza a natureza jurídica da ação.
106. Não há na legislação, considerando o disposto no art. 252, §3º, e no art. 224, inciso I, da Lei nº 6.404/76, qualquer restrição à espécie, classe ou aos direitos das ações que serão conferidas aos acionistas das sociedades que terão suas ações incorporadas, pelo que, em princípio, não haveria que se falar em violação a esses dispositivos em relação à etapa de incorporação de ações individualmente considerada.
107. É certo que o cumprimento das regras de cada etapa **não** autoriza a utilização de um conjunto de atos para atingir objetivos e efeitos vedados por lei, sob pena de caracterizar a fraude arguida pelos requerentes.
108. Existe, na Lei nº 6.404/76, previsão de diversas operações societárias (incorporação, cisão, fusão, aumento e redução de capital, resgate etc), cada qual com sua finalidade, rito e efeitos específicos. Como já observado, não seria possível ao legislador criar institutos para abarcar todas as operações que podem resultar de uma negociação em que se busque uma combinação de negócios. Nesse sentido, não haveria, em princípio, vedação a que os institutos previstos na lei societária fossem utilizados em conjunto, conforme melhor se adéquam à vontade das partes e às características do caso concreto.
109. Por óbvio, não se pode negar que a mencionada “união operacional” poderia ter sido atingida por meio de um modelo de reestruturação societária diferente, que combinasse outras operações, e, conseqüentemente, ocasionasse efeitos diversos para as companhias e seus acionistas. Por outro lado, não seria possível, em tese, concluir que um determinado modelo de operação, uma vez legítimo, tenha sido adotado com o objetivo exclusivo de burlar uma regra que seria eventualmente aplicável caso adotado um outro modelo igualmente legítimo para se alcançar o mesmo resultado na operação.
110. No caso concreto, trata-se de combinação de operações (incorporação de ações + resgate + incorporação de companhia) para viabilizar a “união operacional” com integração das bases acionárias, mediante contrapartida em dinheiro e ações de emissão da incorporadora (Suzano).
111. Assim, ainda que se possa considerar a OPA como meio mais adequado para a realização de operações de migração como a descrita neste relatório, essa conclusão não implica necessariamente na ilegalidade da adoção de um outro modelo de reestruturação.

112. Diferentemente do defendido por Tempo, o fato de haver um acionista controlador na companhia incorporada não seria, por si só, determinante para que se conclua que a operação tinha como objetivo alienar o controle e forçar a venda de parcela da participação dos acionistas minoritários, subtraindo seu direito decorrente da cláusula de *tag along*. Essa análise deve ser realizada em cada caso concreto, considerando eventuais indícios de adoção de modelos que visassem exclusivamente à não realização de oferta de pública por alienação de controle, em especial nos casos em que as condições do negócio não tenham sido estendidas aos demais acionistas da sociedade incorporada.
113. Nesse sentido, o alegado direito dos minoritários ao *tag along* existe apenas no caso em que se caracteriza a alienação de controle, nos termos da Instrução CVM nº361/02, o que, em princípio, foi afastado pelo MEMO/SRE/GER-1/Nº 214/2008, no caso de operações semelhantes, e pelo Memorando nº 59/2018-CVM/SRE/GER-1, de 30.08.2018, na presente operação (vide parágrafo 62, retro).
114. Os Fundos JGP questionam o fato de que a operação feriria o direito de permanecer sócio. É evidente, a nosso ver, que os direitos essenciais dos acionistas, previstos no art. 109 da Lei nº 6.404/76, tal como o direito de participar dos lucros sociais, decorrem de sua condição de sócio.
115. A exclusão compulsória de acionistas do quadro social pode, de fato, em determinados casos, caracterizar uma conduta abusiva por parte dos controladores, sobretudo quando a decisão buscar excluir um grupo específico de acionistas.
116. Entretanto, isso não significa dizer que há “direito essencial de permanecer sócio” da companhia em qualquer situação.
117. Tal visão seria incompatível com dispositivos da Lei nº 6.404/76 que tratam do resgate de ações, seja aquele previsto no art. 44, §4º, da Lei nº 6.404/76, ou aquele de que trata o §5º do art. 4º da mesma lei (em decorrência de uma oferta pública em que remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia), assim como com o próprio instituto da incorporação, que prevê a migração compulsória para a base acionária de outra sociedade.
118. Não se pode deixar de considerar no caso concreto que, segundo informações divulgadas pelas companhias envolvidas, a operação como um todo (estrutura e a contrapartida contratadas) é fruto da negociação entre partes independentes.
119. Nesse contexto, as condições acordadas para a operação seriam resultantes de um processo negocial que, necessariamente, deve buscar atender e ponderar os interesses das partes envolvidas. É de se imaginar que tais agentes tenham ponderado, além dos potenciais ganhos resultantes da união dos negócios (inclusive sob o ponto de vista tributário), as participações que teriam na companhia resultante, a diluição a que estariam dispostos a se submeter e o montante que estariam dispostos a despende (ou receber, conforme o caso) em troca dos benefícios operacionais esperados. Também não há elementos indicativos de que não se esteja diante de uma transação não forçada (“arm's length transaction”), o que sequer é questionado pelos requerentes.
120. Quanto ao “incômodo” dos Fundos JGP acerca dos efeitos tributários do recebimento da parcela em dinheiro, observa-se que, ainda que se possa buscar o alinhamento de interesses, não parece ser exigível que aspectos relacionados à específica situação tributária de cada acionista devam ser preponderantes na estruturação do negócio, em especial, quando resultem em modelo menos eficiente

do ponto de vista dos demais agentes envolvidos, mesmo porque certamente haverá acionistas em condições diferenciadas de tributação.

121. Ademais, cumpre lembrar que os acionistas minoritários de Fibria terão o mesmo tratamento que os acionistas controladores na operação (todos receberão o mesmo valor por ação em dinheiro e a todos será aplicada a mesma relação de troca de ações de emissão Fibria por ações de emissão de Suzano) e que não se questiona, nas reclamações apresentadas, a avaliação das sociedades e a equitatividade do valor e da relação de troca propostos.
122. Ressalte-se, também, que tanto as ações de emissão de Fibria quanto as de Suzano são bastante líquidas (fazem, inclusive, parte do índice Ibovespa), de modo que os acionistas poderiam, em princípio, ajustar as suas posições acionárias, conforme sua estratégia de investimentos, em que pesem os eventuais impactos tributários das transações.
123. Por todo o exposto, no caso concreto, considerando o prazo para realização dessa análise no rito de um pedido de interrupção de assembleia e tendo em vista as manifestações da B3 e da SRE sobre a operação, analisando as informações públicas acerca da operação, as reclamações encaminhadas e as manifestações das companhias envolvidas, **não** identificamos elementos que apontem no sentido de que não haveria interesse social na reestruturação societária pretendida e de que o modelo proposto para a operação buscasse conferir vantagem aos acionistas controladores ou prejudicar os interesses de acionistas minoritários das sociedades envolvidas.
124. Há que se considerar que, embora o número não seja expressivo (foram mencionados 5 casos), relevantes operações societárias similares a ora analisada ocorreram no mercado nos últimos 10 anos, em pese, até a presente data, não ter havido manifestação da CVM a respeito dos pontos arguidos neste processo.
125. Nesse sentido, não tendo sido constatadas de plano as ilegalidades arguidas pelo reclamante, entendemos que **não** seria cabível a interrupção, por até 15 dias, do curso do prazo de antecedência de convocação da AGE convocada para 13.09.2018.
126. Por fim, considerando a controvérsia instaurada em torno do caso em análise, a complexidade e relevância das reestruturações societárias realizadas em várias etapas e os casos observados recentemente no mercado brasileiro, entendemos pela necessidade de revisão das normas ou da divulgação de uma orientação ao mercado sobre a matéria.
127. Ressalte-se que a operação continuará sendo objeto de análise pela SEP, no âmbito do Processo 19957.002521/2018-68.
128. Nos termos da análise acima, sugiro o encaminhamento do presente processo a Superintendência Geral, para posterior envio ao Colegiado para deliberação, nos termos da Instrução CVM nº372/02, nos termos do parágrafo 5º do artigo 124 da Lei nº 6.404/76.

Atenciosamente,

JULIANA VICENTE BENTO
Analista

JORGE LUÍS DA ROCHA ANDRADE
Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

[1] A cotação de abertura das ações de emissão da Fibria foi de R\$64,87/ação naquele pregão. De Suzano, R\$ 29,13/ação.

[2] A companhia baseia-se na entrevista concedida pelo Sr. João Miranda, presidente do grupo Votorantim:

Valor: Então, por que, com esses atributos da Fibria, o grupo seguiu com a combinação das empresas?

Miranda: Para a Votorantim, foram dois os principais argumentos na decisão. O motivo dominante diz respeito à decisão dos acionistas da Votorantim de reduzir a exposição agregada do portfólio a negócios cíclicos, assim minimizando a exposição a fatores exógenos, como câmbio e preço de commodities. A segunda, mais específica à transação com Suzano, se refere à geração de sinergias esperadas de R\$ 8 bilhões a R\$ 10 bilhões em valor presente, cuja partição, com o negócio, foi capaz de resultar em uma operação equilibrada. Boa para todos. Além disso, o compromisso com a meritocracia, a potencialização conjunta da inovação, sustentabilidade e práticas de governança de alto padrão.

[3] Direito das companhias / coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira.-Rio de Janeiro: Forense, 2009.

[4] Direito das companhias / coordenadores Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira.-Rio de Janeiro: Forense, 2009. Fls. 1994 e 1997.

[5] MARTINS, Fran. Comentários à Lei das sociedades anônimas. 4ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. fl. 1040/1041

[6] BORBA, José Edwaldo Tavares. 11ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. fl. 488.

[7] Conforme dispõe o Pronunciamento Técnico CPC 39, item 16, o instrumento será classificado como instrumento patrimonial se não gerar a obrigação contratual de entregar caixa ou outro ativo financeiro à outra entidade. Ainda nos termos do item 18 do mesmo pronunciamento “uma ação preferencial que proporcione resgate obrigatório pelo emitente por uma quantia fixa ou determinável em data fixa ou futura, ou dê ao titular o direito de exigir que o emitente resgate o instrumento numa ou após uma data específica por uma quantia fixa ou determinável, é um passivo financeiro”.



Documento assinado eletronicamente por **Juliana Vicente Bento, Analista**, em 31/08/2018, às 10:54, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Jorge Luís da Rocha Andrade, Gerente**, em 31/08/2018, às 10:54, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

A autenticidade do documento pode ser conferida no site



https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0590107** e o código CRC **757F7383**.

This document's authenticity can be verified by accessing

*https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0590107** and the "Código CRC" **757F7383**.*
