

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS**  
**ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO**  
**GRADUAÇÃO EM DIREITO**

EGMON HENRIQUE DE OLIVEIRA COSTA

**Incorporações com Emissão de Ações Resgatáveis: Estruturas Jurídicas e a sua  
Compatibilização com a Lei nº 6.404/76**

Rio de Janeiro, janeiro de 2023

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS**  
**ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO**  
**GRADUAÇÃO EM DIREITO**

EGMON HENRIQUE DE OLIVEIRA COSTA

**Incorporações com Emissão de Ações Resgatáveis: Estruturas Jurídicas e a sua  
Compatibilização com a Lei nº 6.404/76**

Trabalho de Conclusão de Curso, sob a orientação do professor Peter Christian Sester, apresentado à FGV DIREITO RIO como requisito para a conclusão da graduação em Direito.

Rio de Janeiro, janeiro de 2023

## **Resumo**

Ao longo dos anos, algumas companhias do mercado brasileiro vêm implementando incorporações com emissão de ações preferenciais resgatáveis. Essas reorganizações, inspiradas no modelo norte-americano, têm o intuito de combinar operações de incorporação e de resgate acionário, de forma a viabilizar a entrega de dinheiro ou ativos diferentes de ações da incorporadora aos acionistas da incorporada. Entretanto, a partir do caso Fibria e Suzano, essa modalidade de reorganização passou a ser classificada, por alguns juristas, como fraude à lei, devido ao fato de elas reduzirem ou eliminarem compulsoriamente a participação que os acionistas passariam a deter na incorporadora. Tendo em vista a escassez de artigos com uma abordagem geral sobre essas incorporações, este trabalho se propõe a explorar o tema tanto sob uma ótica descritiva quanto normativa. Assim, primeiro será feita uma identificação das reorganizações já implementadas no Brasil, acompanhada da análise das estruturas jurídicas adotadas por elas. Em seguida, partindo da discussão que permeou a operação entre Fibria e Suzano, serão estudados os principais argumentos e posicionamentos sobre o tema, de forma a se identificar qual é o procedimento mais adequado para compatibilizar essas reorganizações com a Lei nº 6.404/1976.

**Palavras-chave:** Incorporações; ações preferenciais resgatáveis; resgate acionário; freeze-out merger.

## **Abstract**

Over the years, some companies in the Brazilian market have implemented mergers with the issuance of redeemable preferred shares. These reorganizations, inspired by the North American model, are intended to combine merger and share redemption operations, in order to enable the delivery of cash or assets other than the merging company's shares to the shareholders of the merged company. However, after the Fibria and Suzano case, this type of reorganization started to be classified, by some jurists, as fraud to the law, due to the fact that they compulsorily reduce or eliminate the interest that the shareholders would hold in the incorporating company. Due the scarcity of articles with a general approach to these incorporations, this work proposes to explore the theme both from a descriptive and normative perspective. Therefore, first, an identification of the reorganizations already implemented in Brazil will be made, accompanied by the analysis of the legal structures adopted by them. Then, starting from the discussion that permeated the operation between Fibria and Suzano, the main arguments and positions on the subject will be studied, in order to identify which is the most adequate procedure to make these reorganizations compatible with the Law n° 6404/1976.

**Keywords:** Mergers; redeemable preferred shares; share redemption; freeze-out merger.

## Sumário

<b>Introdução .....</b>	<b>6</b>
<b>1. A Contrapartida em Incorporações sob o Direito Estrangeiro .....</b>	<b>10</b>
<b>2. Contrapartida em Dinheiro ou Ativos conforme a Prática Brasileira .....</b>	<b>15</b>
<b>2.1. Estruturas com <i>Holdings</i> Intermediárias .....</b>	<b>16</b>
<b>2.2. Ativos Entregues Mediante o Resgate.....</b>	<b>19</b>
<b>3. A Reorganização da Fibria e Suzano.....</b>	<b>20</b>
<b>3.1. Descrição da Operação .....</b>	<b>20</b>
<b>3.2. Síntese da Discussão e Decisões da CVM.....</b>	<b>21</b>
<b>4. Tese Proibitiva .....</b>	<b>26</b>
<b>4.1. Observância ao Consenso do Acionista .....</b>	<b>26</b>
<b>4.2. Procedimentos Consensuais para as Reorganizações.....</b>	<b>30</b>
<b>5. Tese Restritiva .....</b>	<b>31</b>
<b>5.1. Observância ao Resgate Parcial e Consideração de Fatores Extralegais .</b>	<b>31</b>
<b>5.2. Delimitação de um Procedimento Casuístico .....</b>	<b>33</b>
<b>6. Tese Permissiva .....</b>	<b>34</b>
<b>6.1. Prevalência da Liberdade Negocial.....</b>	<b>34</b>
<b>6.2. Procedimento de Realização da Assembleia Geral.....</b>	<b>37</b>
<b>7. Compatibilização das Reorganizações com a Lei das S.A.....</b>	<b>37</b>
<b>7.1. O Direito Essencial de Permanecer Sócio.....</b>	<b>39</b>
<b>7.2. Transposição da Participação Societária em Incorporações .....</b>	<b>41</b>
<b>8. Conclusão .....</b>	<b>47</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>49</b>
<b>Anexo .....</b>	<b>52</b>

## Introdução

Os arts. 227 e 252 da Lei nº 6.404/1976 (Lei das S.A.) preveem respectivamente duas operações que levam o nome de “incorporação”: a incorporação propriamente dita e a incorporação de ações. A primeira consiste na absorção de uma sociedade (a incorporada) por outra (a incorporadora), com a consequente extinção da incorporada.<sup>1</sup> Já a incorporação de ações se trata da conversão de uma sociedade em subsidiária integral de outra, mantendo a personalidade jurídica da “incorporada”.<sup>2</sup>

Essas operações apresentam diversas semelhanças entre si, especialmente em relação aos seus procedimentos (por exemplo, ambas exigem a aprovação do protocolo e do laudo de avaliação nas assembleias gerais de acionistas das companhias envolvidas).<sup>3</sup> Uma característica em comum dessas reorganizações diz respeito à principal consequência jurídica que elas produzem: a passagem dos acionistas da incorporada para a incorporadora, acarretando a união de bases acionárias. Essa passagem ocorre mediante a troca das ações de emissão da incorporada por ações de emissão da incorporadora – substituição cujos termos são definidos no protocolo.<sup>4</sup>

Por uma interpretação literal do inciso I do art. 224 da Lei das S.A.,<sup>5</sup> a participação dos acionistas da incorporada somente pode ser trocada por uma participação na incorporadora. A única hipótese que excepciona essa regra é no caso de, após o cálculo da relação de troca, haver frações insuficientes de serem substituídas por ações da incorporadora. Nesse cenário, a contraprestação pode conter uma parcela residual em dinheiro destinada para compensar essas frações e “fechar a conta”.<sup>6</sup> Logo, de uma forma

---

<sup>1</sup> “Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.”

<sup>2</sup> “Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.”

<sup>3</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. V. 4, 2ª ed., rev. e ampl., São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 293.

<sup>4</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: ALFREDO, Lamy Filho; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1302; LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei (arts. 189 a 300)**. V. 3, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 806.

<sup>5</sup> “Art. 224. As condições da incorporação, fusão ou cisão com incorporação em sociedade existente constarão de protocolo firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas, que incluirá: I - 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”.

<sup>6</sup> CVM. Processos SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46, Relatoria da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, j. em 04.09.2018 (“Proc. SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46”). Voto do Diretor Gustavo Borba, p. 10. A ata da decisão, votos e manifestações da SEP estão disponíveis em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180904\\_R1.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180904_R1.html). Acessado em 01.11.2022.

geral, uma incorporação ou incorporação de ações por si só não admite a atribuição de uma contrapartida em dinheiro ou em ativos diferentes de ações da incorporadora.

Essa leitura da Lei das S.A. se aproxima da dinâmica adotada no Direito da União Europeia, que expressamente determina que a contrapartida deve ser composta por ações da incorporadora, havendo um baixo limite para se atribuir moeda corrente aos acionistas.<sup>7</sup> De maneira diferente, a legislação norte-americana, especialmente a de Delaware, possibilita a entrega direta de dinheiro ou de quaisquer outros ativos. No entanto, a aprovação desse tipo de incorporação não depende e nem sempre contará com o consentimento de todos os sócios da incorporada. Por essa razão, esse sistema jurídico viabiliza a implementação de operações denominadas *freeze-out mergers*.<sup>8</sup>

A *freeze-out merger* é uma modalidade de incorporação na qual o controlador utiliza o seu poder de controle para obrigar os minoritários a receberem uma contrapartida composta total ou parcialmente por ativos distintos de ações da incorporadora, independentemente da vontade deles.<sup>9</sup> Conseqüentemente, a participação dos minoritários na companhia resultante é reduzida ou eliminada, mesmo que eles desejem preservá-la em proporção equivalente ao que detinham anteriormente.

No mercado brasileiro, já ocorreram reorganizações com uma dinâmica semelhante às autorizadas pela legislação norte-americana, embora não se possa dizer que elas tinham os mesmos aspectos de *freeze-out mergers*. Por meio da combinação entre os institutos da incorporação e do resgate de ações, é possível atribuir *indiretamente* dinheiro ou, até mesmo, outros ativos aos acionistas, sem desrespeitar o requisito de entrega de ações da incorporadora.<sup>10</sup> Independentemente de uma avaliação da sua licitude, esses ativos podem ser, em tese, ações de outra sociedade, valores mobiliários diferentes de ações, instrumentos financeiros ou quaisquer outros bens.

Tal estratégia consiste essencialmente em duas etapas aprovadas pelas assembleias gerais das sociedades participantes, apesar de existirem variações mais complexas. Primeiramente, é realizada uma incorporação, por meio da qual as ações da incorporada são substituídas por ações ordinárias e ações preferenciais de emissão da

---

<sup>7</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Cash-Out Mergers e o Direito Brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Termas: Homenagem a Nelson Eizirik**. V. 1, São Paulo: Quartier Latin, pp. 320.

<sup>8</sup> MUNHOZ, op. cit., p. 311.

<sup>9</sup> CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. Nova York: Aspen Law and Business, 1986, p. 499.

<sup>10</sup> SESTER, Peter Christian. A Relatividade do Princípio da Manutenção do Capital e a Tipologia da Lei das S.A. sobre Reorganização. In: CUNHA, Fernando Antonio Maia; NETO, Alfredo Sérgio Lazzreschi (coord.). **Direito Empresarial Aplicado**. V. 2, São Paulo: Editora Contracorrente, 2022, p. 390.

incorporadora. No entanto, essas ações preferenciais têm uma característica importante: elas podem ser *imediate e compulsoriamente resgatadas pela companhia emissora*. Assim, logo após a aprovação da reorganização pelas companhias envolvidas, a incorporadora procede instantaneamente com o resgate dessas ações preferenciais, resultando no pagamento de dinheiro ou, se for um resgate *in natura*<sup>11</sup>, de bens aos preferencialistas.

Deve-se destacar que a possibilidade de emitir ações preferenciais com essa característica se deve a uma interpretação do art. 19 da Lei das S.A. De acordo com o dispositivo, o estatuto social “poderá prever o resgate” de ações preferenciais.<sup>12</sup> Segundo autores, essa é uma autorização para a emissão de ações que podem ser resgatadas tanto à escolha dos acionistas quanto compulsoriamente, desde que verificadas certas condições.<sup>13</sup> Assim, não haveria impedimento, ao menos formal, para a criação de ações preferenciais imediatamente resgatáveis no âmbito de uma incorporação.

Embora seja possível constatar que essa reorganização já foi implementada algumas vezes por companhias abertas, a sua licitude somente passou a ser discutida em 2018, com base em uma incorporação de ações da Fibria pela Suzano. No âmbito desse caso, um grupo de acionistas minoritários da Fibria argumentou que a operação consistiria em fraude à lei. O motivo desse questionamento se pautou principalmente no fato de que, mediante a entrega de ações resgatáveis, cerca de 80% da futura participação dos minoritários na Suzano seria convertida em dinheiro.<sup>14</sup>

Dessa forma, os minoritários protocolaram, na CVM, pedidos de interrupção da assembleia geral de acionistas da Fibria que deliberaria sobre a operação, levando à instauração dos Processos SEI nº 19957.007756/2018-46 e nº SEI 19957.007885/2018-34 pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP. Por sua vez, a Fibria apresentou opiniões favoráveis à legalidade do negócio e à suficiência da assembleia geral

---

<sup>11</sup> O resgate com pagamento em bens é uma construção doutrinária, decorrente de uma lógica semelhante ao pagamento de dividendos *in natura*. Cf. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. V. 1, 3ª ed., rev. e ampl., São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 367-366.

<sup>12</sup> “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.”

<sup>13</sup> EIZIRIK, op. cit., p. 360. FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.: Pareceres**. V. II, Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 156-157.

<sup>14</sup> Proc. SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46. Memorando nº 176/2018-CVM/SEP/GEA-4, de 30.08.2018, pp. 9 e 14.



para a sua aprovação, defendendo que a reorganização tinha respaldo na liberdade contratual das partes.<sup>15</sup>

Após a conclusão da SEP, o Colegiado da CVM, por maioria de votos, atribuiu uma interpretação literal à Lei nº 6.404/76, entendendo que não houve fraude à lei, além de ter respeitado as regras sobre incorporação e resgate de ações. Por outro lado, o Diretor Gustavo Borba apresentou voto divergente, argumentando que a reorganização seria um desvirtuamento do instituto da incorporação e violaria o direito de permanecer sócio dos acionistas da Fibria.

A partir dessa decisão, entre 2019 e 2020, foi publicada uma série de artigos que discutiram a reorganização, tanto pelos juristas que apresentaram opiniões nos requerimentos de interrupção quanto por outros autores. Entretanto, a maioria desses trabalhos está voltada a uma avaliação específica da decisão da CVM. Ainda é incipiente o desenvolvimento de análises com uma abordagem mais ampla sobre a viabilidade de incorporações com emissão de ações resgatáveis. Além disso, por mais que a decisão da CVM possa ter um impacto no estudo de operações semelhantes, a autarquia não proferiu outras manifestações que possam consolidar uma jurisprudência sobre o tema.

Assim, este trabalho tem a finalidade de contribuir para o desenvolvimento de uma abordagem geral sobre as incorporações com emissão de ações resgatáveis. Para isso, há dois objetivos centrais deste estudo. O primeiro é realizar uma análise descritiva dessas reorganizações, de maneira a identificar como elas já foram estruturadas por companhias abertas no Brasil. O outro é a análise normativa dessas operações em geral, partindo dos argumentos e das teses desenvolvidas no caso Fibria e Suzano. Nesse segundo objetivo, tentarei identificar a forma mais adequada de se compatibilizar as referidas incorporações com a Lei das S.A.

Sem contar com a introdução, este trabalho está organizado em sete capítulos e em uma conclusão. No primeiro capítulo, será feita uma breve contextualização sobre como os sistemas jurídicos dos Estados Unidos, com enfoque em Delaware, e da União Europeia regulam a contrapartida em incorporações. Ressalte-se que a finalidade desse tópico não é realizar um estudo de direito comparado ou analisar, de forma aprofundada, as operações admitidas nos mercados estrangeiros. O intuito é utilizar essa contextualização como base para uma compreensão mais adequada das reorganizações

---

<sup>15</sup> Ibid., pp. 11-12.

no Brasil, especialmente quanto à definição de alguns conceitos relevantes, como *freeze-out*, *squeeze-out* e *cash-out*.

No segundo capítulo, serão apresentados os resultados de um levantamento das reorganizações com emissão de ações resgatáveis já implementadas no Brasil, com base em documentos de companhias abertas disponíveis ao público. As datas de aprovação, os nomes das companhias envolvidas e outras características foram listadas em uma tabela constante no Anexo deste trabalho. Nesse tópico, ao invés de se efetuar uma explicação detalhada de cada operação, optou-se por fazer uma análise descritiva direcionada aos aspectos importantes relativos à definição das etapas e dos ativos atribuídos como contrapartida aos acionistas.

No terceiro capítulo, para introduzir os elementos da análise normativa, serão feitas a descrição das etapas da reorganização entre Fibria e Suzano e a explicação das decisões tomadas pelos órgãos da CVM. Ainda neste capítulo, haverá uma síntese dos principais argumentos levantados pela Fibria e por seus acionistas minoritários, bem como a identificação e o resumo do posicionamento das três principais teses defendidas no âmbito dos Processos SEI nº 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34.

No quarto, quinto e sexto capítulos, serão explorados os três entendimentos anteriormente mencionadas. Cada um dos tópicos será subdividido para tratar de pontos relevantes. O primeiro subtópico será a exposição dos principais argumentos que respaldam cada uma das teses. Ressalte-se que eles serão explicados com base nos artigos jurídicos publicados sobre o tema e nos pareceres e requerimentos apresentados nos pedidos de interrupção, os quais podem ser acessados publicamente mediante pedido de vista. O segundo irá identificar o procedimento que cada uma das teses entende que deveria ser aplicado a incorporações com emissão de ações resgatáveis em geral. Como essas teses foram empregadas no contexto da operação entre Fibria e Suzano, esse subtópico consistirá, de certa forma, em um exercício imaginativo de universalização dos posicionamentos.

O sétimo capítulo corresponderá à análise das linhas argumentativas das três teses. Esse tópico também será responsável por identificar qual o procedimento que deve ser adotado para evitar que uma incorporação com emissão de ações resgatáveis seja considerada fraude à lei. Por fim, o capítulo da conclusão trará uma síntese dos pontos abordados nos demais tópicos.

## **1. A Contrapartida em Incorporações sob o Direito Estrangeiro**

Na Europa, a regulação da contrapartida foi inicialmente abordada no art. 3º, item 1, da Terceira Diretiva 78/855 do Conselho da Comunidade Econômica Europeia, de 9 de outubro 1978, aplicável às “fusões mediante incorporação”, operações equivalentes à incorporação de sociedades regida pela Lei das S.A. O dispositivo determinava que os acionistas da sociedade incorporada apenas poderiam receber ações da sociedade incorporadora. Apesar de ter previsto expressamente a possibilidade de atribuir dinheiro a eles, a norma estabeleceu o limite máximo de 10% do valor nominal ou contábil das ações que foram conferidas.<sup>16</sup>

Em 30 de junho de 2011, a referida diretiva foi revogada e as suas normas sobre fusões mediante incorporação foram absorvidas pela Diretiva (UE) 2017/1132, de 14 de junho de 2017.<sup>17</sup> Seguindo o mesmo tratamento legal, o item 1 do art. 89º da nova diretiva impôs o mesmo limite de 10% quanto à atribuição de dinheiro, e o item 2(c) do art. 91º determinou que o “projeto” da fusão – equivalente ao protocolo – deve indicar as “modalidades de entrega das ações da sociedade incorporante”.<sup>18</sup>

Essa restrição à entrega de dinheiro se origina da compreensão de que o acionista não pode ser privado de sua participação, a menos que tenha consentido com isso, uma noção geral presente nas legislações internas dos Estados Membros da União Europeia.<sup>19</sup> Embora seja possível conferir uma quantia em moeda corrente, a limitação ao percentual de 10% demonstra que a norma não almeja possibilitar a realização de *freeze-out mergers*. Na verdade, seu objetivo é permitir a atribuição de dinheiro para substituir frações resultantes da relação de troca.<sup>20</sup>

---

<sup>16</sup> Artigo 3º. Item 1. “Para os efeitos da presente directiva , entende-se por fusão mediante incorporação a operação pela qual uma ou várias sociedades, por meio de uma dissolução sem liquidação , transferem para outra todo o seu património activo e passivo, mediante a atribuição aos accionistas da ou das sociedades incorporadas de acções da sociedade incorporante e, eventualmente, de uma quantia em dinheiro não superior a 10 % do valor nominal das acções assim atribuídas ou, na falta de valor nominal, do seu valor contabilístico”. CCEE. **Terceira Diretiva 78/855**. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A31978L0855>. Acessado em 10.12.2022.

<sup>17</sup> Artigo 89º. Item 1. “Para efeitos do presente capítulo, entende-se por «fusão mediante incorporação» a operação pela qual uma ou várias sociedades, por meio de uma dissolução sem liquidação, transferem para outra todo o seu património ativo e passivo, mediante a atribuição aos acionistas da sociedade ou sociedades incorporadas de ações da sociedade incorporante e, eventualmente, de uma quantia em dinheiro não superior a 10 % do valor nominal das ações assim atribuídas ou, na falta de valor nominal, do seu valor contabilístico”. UE. **Diretiva (UE) 2017/1132**. Jornal Oficial da União Europeia, L. 169/46, de 30.06.2017. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L1132&from=DE>. Acessado em 10.12.2022.

<sup>18</sup> Artigo 91º. Item 2. “O projeto de fusão deve indicar, pelo menos: c) As modalidades de entrega das ações da sociedade incorporante”. Ibid. Acessado em 10.12.2022.

<sup>19</sup> VENTORUZZO, Marco. Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, **Virginia Journal of International Law**, v. 50, nº 4, 2010, pp. 877-878. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1505485](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505485). Acessado em 03.12.2022.

<sup>20</sup> Ibid., p. 879.

Por exemplo, suponha-se que a sociedade A incorporará a sociedade B, ficando a relação de troca estabelecida da seguinte forma: para cada 10 ações ordinária de emissão de B, será entregue 1 ação ordinária de emissão de A. Caso um acionista de B detenha 75 ações ordinárias, ele receberá 7 ações ordinária de A. Porém, restarão 5 ações que, por estarem em desconformidade com a relação de troca, não poderão ser substituídas por 1 ação ordinária de A. Dessa forma, dentro do limite autorizado legalmente, elas serão compensadas por dinheiro. Percebe-se que a entrega de moeda corrente nesse caso tem o intuito de resolver uma questão unicamente operacional.

Nos Estados Unidos, o sistema jurídico regula a composição da contrapartida de maneira distinta da União Europeia. De acordo com Francisco Reyes, Delaware foi o primeiro estado a flexibilizar a contraprestação nas *mergers* e *consolidations*, operações equiparáveis, respectivamente, a incorporações de sociedade e fusões. Posteriormente, outros estados acompanharam a mudança legislativa,<sup>21</sup> mas Delaware é considerado atualmente como a principal referência no tema. O § 251(b)(5) do *Delaware General Corporation Law* autoriza a atribuição de quaisquer ativos aos acionistas da incorporada, inclusive títulos de participação ou de dívida emitidos por uma sociedade diferente da incorporadora.<sup>22</sup>

No contexto norte-americano, determinadas operações revestidas da estrutura jurídica do § 251 foram denominadas *freeze-out mergers*. Para entendermos o significado dessa expressão, primeiro é necessário compreender o que são técnicas de *freeze-out* no geral. Segundo Robert Clark, *freeze-outs* são operações nas quais o controlador de uma companhia direciona o seu poder de controle para obrigar a perda do *status* de acionista dos minoritários, mediante a venda forçada das ações deles ou por outras formas de

---

<sup>21</sup> REYES, Francisco. **Direito Societário Americano: Estudo Comparativo**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 327.

<sup>22</sup> § 251. “Merger or consolidation of domestic corporations. [...] (b) The board of directors of each corporation which desires to merge or consolidate shall adopt a resolution approving an agreement of merger or consolidation and declaring its advisability. The agreement shall state: [...] (5) The manner, if any, of converting the shares of each of the constituent corporations into shares or other securities of the corporation surviving or resulting from the merger or consolidation, or of cancelling some or all of such shares, and, if any shares of any of the constituent corporations are not to remain outstanding, to be converted solely into shares or other securities of the surviving or resulting corporation or to be cancelled, the cash, property, rights or securities of any other corporation or entity which the holders of such shares are to receive in exchange for, or upon conversion of such shares and the surrender of any certificates evidencing them, which cash, property, rights or securities of any other corporation or entity may be in addition to or in lieu of shares or other securities of the surviving or resulting corporation”. EUA. **Delaware General Corporation Law**. Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.html>. Acesso em 10.12.2022.

desinvestimento.<sup>23</sup> É como se os acionistas detivessem, sem saber, ações preferenciais que pudessem ser compulsoriamente resgatadas pela companhia a qualquer momento:

The net effect of most freezeout, if they survive litigation arising out of them, is to treat common shareholders as if they had been holding redeemable preferred stock without knowing it. (Common stockholders generally expect that they themselves have the power to decide when to sell their stock; the holder of redeemable preferred knows that his investment can be bought out by the issuing corporation at its option.)<sup>24</sup>

Às vezes, o termo *freeze-out* é considerado sinônimo de *squeeze-out*,<sup>25</sup> mas esta expressão tem um significado sutilmente distinto. *Squeeze-out* se refere ao uso do poder de controle para minimizar os benefícios que podem ser obtidos pelos minoritários, de forma que se cria uma situação na qual é bastante desvantajoso a eles continuarem como acionistas.<sup>26</sup> Portanto, para efeitos jurídicos, os minoritários permanecem como sócios, mas, em essência, é como se eles tivessem sofrido um *freeze-out*.

Em suma, *freeze-out* e *squeeze-out* são termos que englobam quaisquer técnicas voltadas a uma saída forçada dos minoritários da companhia, as quais poderão envolver a implementação de incorporações ou de outros tipos de operações. Uma técnica de *freeze-out* que não requer o uso de incorporação é a *reverse stock split*, que consiste em realizar um grupamento de ações que acarreta a saída forçada de minoritários da companhia.<sup>27</sup> Por exemplo, imagine-se que existem apenas dois acionistas em uma companhia, um controlador detendo 80.000 ações e um minoritário com 30.000 ações. Como o controlador deseja excluir o outro acionista do capital social, ele implementa o seguinte grupamento de ações: a cada 40.000 ações, a companhia irá substituí-las por uma 1 ação, enquanto as frações acionárias serão compensadas por R\$ 20,00 por ação. Como o minoritário não detém uma participação suficiente para cumprir com a relação de agrupamento, o controlador passará a ser o único acionista da companhia.

Quando as técnicas de *freeze-out* recorrem ao emprego de incorporações, elas são denominadas *freeze-out mergers* – e quando os acionistas excluídos recebem dinheiro para compensar a perda de suas ações, podemos chamá-las especificamente de *cash-out*

---

<sup>23</sup> CLARK, op. cit., p. 499.

<sup>24</sup> Ibid., pp. 499-500.

<sup>25</sup> Cf. PALMITER, Alan R. **Corporations**. 8<sup>o</sup> ed., Nova York: Wolters Kluwer, p. 309.

<sup>26</sup> VENTORUZZO, op. cit., p. 843; CLARK, op. cit., p. 500.

<sup>27</sup> PALMITER, op. cit., p. 309; CLARK, op. cit., p. 503.

*mergers*.<sup>28</sup> Antes das legislações estaduais norte-americanas flexibilizarem as regras sobre contraprestação, uma estratégia utilizada pelas companhias era justamente a implementação de incorporações com emissão de ações resgatáveis, com certas similaridades à dinâmica atual do mercado brasileiro.<sup>29</sup> Essa estratégia foi analisada no caso *Matteson v. Ziebarth* pela Suprema Corte de Washington, em 10 de abril de 1952.<sup>30</sup>

No caso em questão, a *Ziebarth Corporation* estava passando por dificuldades financeiras, e a alternativa mais viável de contorná-las era celebrar um acordo com a *Gold Seal Corporation*. Dentre outras disposições, o acordo conferia uma opção de compra de 100% das ações de emissão da *Ziebarth* à *Gold Seal*, bem como previa a contratação de seu acionista controlador, Robert Ziebarth, para prestar serviços à companhia adquirente. Contudo, mesmo após negociações, o acordo não foi implementado por oposição do acionista minoritário Archibald Matteson. Sua divergência se pautou no argumento de que todos os acionistas deveriam ter participação no benefício a ser auferido por Robert decorrente da futura contratação dos serviços.

Diante dessa situação, Robert constituiu a *Snowy, Incorporated*, especificamente com o propósito de incorporar a *Ziebarth* – operação que poderia ser aprovada por 2/3 do capital votante da *Ziebarth*. Na relação de troca, os acionistas de *Ziebarth* receberiam ações preferenciais resgatáveis, as quais seriam compulsoriamente resgatadas pela *Snowy*. Em paralelo, com exceção de Matteson, Robert firmou um contrato com os principais acionistas minoritários, para atribuir a eles opções de compra de ações ordinárias de emissão da *Snowy*.

Mesmo com voto dissidente de Matteson, a incorporação alcançou o quórum mínimo para ser implementada. Assim, com o resgate das ações preferenciais, Matteson foi excluído da base acionária da *Snowy*, viabilizando a futura celebração do acordo com a *Gold Seal*. O minoritário alegou que a sua expulsão da sociedade foi fraudulenta e injusta, mas a Suprema Corte de Washington entendeu, por maioria, que a legislação amparava a realização da *freeze-out merger* e que a exclusão de Matteson atenderia ao interesse de *Ziebarth*, pois ele estaria obstando uma solução à crise financeira da companhia.

---

<sup>28</sup> SESTER, op. cit., pp. 389-390.

<sup>29</sup> CLARK, op. cit., p. 501.

<sup>30</sup> Suprema Corte de Washington, *Matteson v. Ziebarth*, 242 P.2d 1025, j. em 10 de abril de 1952. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/washington/supreme-court/1952/31776-1.html>. Acessado em 04.01.2023.

Após a alteração nas normas sobre contraprestação, as incorporações passaram a suportar a atribuição direta de dinheiro ou ativos, deixando de ser necessário entregar ações preferenciais resgatáveis. Assim, passou a ser permitida a operação denominada *one step freeze-out*, que consiste na simples aprovação, pelo controlador, de uma incorporação com a emissão direta de dinheiro ou ativos diferente de ações da incorporadora. Uma variação dessa técnica é a *two-step freeze-out*, reorganização por meio da qual, primeiro, uma companhia obtém o controle de outra através de uma *tender offer* (oferta pública de aquisição de ações) e, em seguida, a adquirente realiza uma incorporação da companhia alvo, sem que os minoritários recebam participação na incorporadora.<sup>31</sup>

Além disso, sob a legislação de Delaware, é permitido que ocorram *freeze-out mergers* que não dependam de deliberação da assembleia geral de acionistas. Se uma companhia detiver no mínimo 90% de participação em uma subsidiária, o *board of directors* da controladora pode deliberar pela incorporação entre as duas companhias, entregando dinheiro aos minoritários da subsidiária. Nesse caso, é dispensável até mesmo qualquer manifestação dos administradores ou dos acionistas da incorporada.<sup>32</sup>

## **2. Contrapartida em Dinheiro ou Ativos conforme a Prática Brasileira**

No direito brasileiro, a Lei das S.A. exige a entrega direta de ações da incorporadora, não havendo previsão expressa sobre a atribuição de dinheiro ou outros ativos. Entretanto, isso não impediu que a prática do mercado se desenvolvesse ao ponto de viabilizar estruturas jurídicas semelhantes às das legislações estrangeiras. Primeiramente, pode-se dizer que, assim como no direito europeu, admite-se que uma incorporação atribua dinheiro diretamente aos acionistas da incorporada, desde que seja com a finalidade residual de substituir as frações acionárias resultantes da relação de troca. Essa é uma medida adequada para solucionar um problema prático e que não desvirtua a natureza das incorporações.<sup>33</sup>

Em segundo lugar, e entrando na controvérsia deste trabalho, algumas companhias têm implementado incorporações com emissão de ações preferenciais resgatáveis, com o

---

<sup>31</sup> VENTORUZZO, op. cit., p. 852.

<sup>32</sup> Ibid., p. 852.

<sup>33</sup> ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale; PARENTE, Daniele Bittencourt Coujil. Análise dos Aspectos Legais da Operação de Incorporação com Entrega de Ações Imediatamente Resgatáveis Aos Acionistas da Incorporada. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. V. 2, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 40.

intuito de alcançar as mesmas consequências de uma *freeze-out merger*. Entretanto, embora os efeitos sejam semelhantes, tais reorganizações não podem ser classificadas de antemão como *freeze-out mergers*, pois seria necessário avaliar, por exemplo, quais delas envolveram acionistas controladores e contaram com certa oposição dos minoritários.<sup>34</sup> Por esse motivo, parece ser mais adequado se referir a essas reorganizações como “incorporações com emissão de ações resgatáveis”, ao invés de *freeze-out* ou *cash-out mergers*.

Para se entender melhor como essas incorporações são implementadas no mercado brasileiro, este trabalho realizou, em dezembro de 2022, uma pesquisa que constatou a existência de variações dessas reorganizações. A metodologia consistiu em, primeiramente, utilizar a pesquisa avançada do Google para identificar, no site “rad.cvm.gov.br”, documentos de companhias abertas (fatos relevantes, protocolos, atas de assembleia etc.) que contivessem cumulativamente as palavras-chave “incorporação”, “resgatáveis”, “ações” e “resgate”. Depois dessa etapa, foi realizada uma checagem desses documentos diretamente pelo “rad.cvm.gov.br”, para confirmar se as reorganizações foram realmente aprovadas e se a documentação encontrada não foi posteriormente substituída.

Essa pesquisa não teve o objetivo de abarcar todas as incorporações com emissão de ações resgatáveis implementadas, mas sim o de permitir a compreensão das estruturas já adotadas no mercado por companhias abertas. Ao final da busca, foram identificadas 16 reorganizações compreendidas de dezembro de 2006 até outubro de 2022, incluindo a operação entre Fibria e Suzano. O Anexo no final deste trabalho contém uma tabela que lista essas reorganizações, indicando (i) as companhias que ocuparam o papel de incorporada ou incorporadora; (ii) a data de aprovação nas assembleias gerais de acionistas dessas companhias; (iii) a sociedade emissora das ações preferenciais resgatáveis; e (iv) quais ativos foram entregues aos acionistas após o resgate. Nos tópicos abaixo, são abordados alguns aspectos relevantes dessas reorganizações.

## **2.1. Estruturas com *Holdings* Intermediárias**

A principal estrutura adotada para implementar as reorganizações é o emprego de sociedades que servirão como “incorporadoras intermediárias”, com o intuito de emitirem

---

<sup>34</sup> A SEP já confirmou que, no mínimo, as operações Bovespa/BM&F, Bematech/Totvs e Cetip/BM&FBovespa não contaram com acionistas controladores. Proc. SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46. Memorando nº 176/2018-CVM/SEP/GEA-4, pp. 33-35.



as ações preferenciais resgatáveis. Nesse tipo de dinâmica, primeiro a companhia alvo é convertida em subsidiária integral de uma *holding*, geralmente uma companhia fechada não operacional, às vezes denominada “empresa de prateleira” pelo mercado. A *holding* emite ações ordinárias e ações preferenciais resgatáveis, as quais são imediatamente resgatadas para se atribuir dinheiro aos acionistas da incorporada. Em seguida, a *holding* é incorporada por sua controladora, que passará a ser única e direta acionista da sociedade alvo. Portanto, a *holding* deixa de existir após cumprir a sua função específica.

Quais são as razões para o emprego dessas *holdings* ao invés de uma estrutura mais simplificada? Não há obstáculo legal para que ocorra uma incorporação de ações da sociedade alvo pela “incorporadora final”, tampouco para que ela própria emita as ações preferenciais resgatáveis. Contudo, nas reorganizações com *holdings*, a incorporadora final normalmente estava listada no segmento da B3 do Novo Mercado, cujas regras impedem a emissão de ações preferenciais pelas companhias participantes.<sup>35</sup> Assim, por um impedimento autorregulatório, as incorporadoras intermediárias foram necessárias para viabilizar uma contrapartida flexível.

Dentre as 10 operações que utilizaram a estrutura com *holdings* intermediárias, apenas uma envolveu a emissão de ações preferenciais resgatáveis pela incorporadora final, pois ela não estava listada no segmento do Novo Mercado. Trata-se da reorganização entre Smiles e Gol, que consistiu primeiro na conversão da Smiles Fidelidade S.A. em subsidiária integral da Gol Linhas Aéreas S.A. (a GLA), seguida da conversão desta última em subsidiária integral da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. Nesse caso, as duas companhias do Grupo Gol emitiram ações preferenciais resgatáveis com pagamento em dinheiro e se optou por manter a incorporadora intermediária.

Em 4 reorganizações, foi identificado o emprego da estrutura simplificada, ou seja, sem a participação de *holdings* intermediárias. Nessas operações, ocorreram apenas as etapas de incorporação de ações da sociedade alvo, emissão de ações preferenciais resgatáveis e resgate. Como as incorporadoras não estavam listadas no Novo Mercado, foi possível utilizar essa estrutura mais simples.

---

<sup>35</sup> Alguns juristas indicam que esse é de fato o motivo determinante para se empregar a estrutura com *holdings*. Cf. FRANÇA, Erasmio Valladão Azevedo e Novaes. Possibilidade de Emissão de Ações Preferenciais Resgatáveis Mediante Parte Direito e Parte em Ações – Parecer. In: CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Termas: Homenagem a Nelson Eizirik**. V. 1, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 383; Proc. 19957.007756/2018-46. Documento “[01]-0577121\_Requerimento”, p. 16.

Em dois desses casos (reorganização do Grupo Inter e reorganização entre Linx e Stone), essa dinâmica estava inserida em um contexto para viabilizar a aquisição de controle por sociedades constituídas em outro país. Essas sociedades empregaram *holdings* constituídas sob a Lei das S.A. para incorporarem as ações da companhia alvo, mas, diferentemente das *holdings* utilizadas na estrutura mais complexa, elas não foram extintas nem absorvidas pela controladora. Isso se deve ao fato de que tais *holdings* eram necessárias para servir de veículo financeiro no mercado brasileiro.

Por fim, a terceira estrutura identificada será chamada de estrutura de fusão, e ela foi aplicada em duas situações. A primeira foi a reorganização entre a Americanas.com S.A. Comércio Eletrônico e a Submarino S.A, aprovada em 13.12.2006. Diferente de todas as outras reorganizações, essa foi a única que envolveu propriamente uma fusão, operação que implica na extinção das companhias envolvidas e na constituição de uma nova sociedade. A fusão em questão resultou na B2W – Companhia Global do Varejo e na sua emissão de ações preferenciais resgatáveis aos acionistas da Submarino, que seriam imediatamente resgatadas com pagamento de dinheiro.

Já o segundo caso se tratou da reorganização entre a Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F S.A. e a Bovespa Holding S.A. Para implementá-la, primeiro foi constituída a sociedade Nova Bolsa S.A., cujo objetivo era agregar os ativos e unir as bases acionárias da BM&F e da Bovespa. No dia 19.02.2008, a Nova Bolsa incorporou ambas as companhias e emitiu ações preferenciais resgatáveis aos acionistas da Bovespa. Embora a reorganização tenha envolvido duas incorporações, na prática ela almejou um resultado semelhante ao de uma fusão: constituir uma nova companhia resultante da união de outras duas.

Em suma, foi possível identificar que o mercado brasileiro já adotou, no mínimo, três estruturas distintas de incorporações com emissão de ações resgatáveis, sendo que uma das operações foi, na verdade, uma fusão. Contudo, também existem algumas semelhanças entre as operações. Primeiramente, podemos nos atentar ao fato de que os documentos referentes ao protocolo e à justificação sempre abordaram uma descrição completa dos atos societários, e não apenas em relação à incorporação. Por exemplo, nas estruturas com *holdings* intermediárias, o protocolo não prevê apenas a conversão da sociedade alvo em subsidiária integral da *holding* e a entrega de ações resgatáveis, mas também trata do resgate e da incorporação da *holding* pela sua controladora.

Além disso, o protocolo e a justificação apresentam uma disposição que condiciona a eficácia de cada ato societário à aprovação de todos eles. Essa disposição

geralmente determina que as etapas são “interdependentes e vinculadas entre si”, devendo ser aprovadas na mesma data. Assim, se as assembleias de acionistas da companhia alvo e da *holding* aprovam a reorganização, mas, por algum motivo, a assembleia da controladora da *holding* não é instalada devido à falta de quórum, nenhum ato estipulado no protocolo terá eficácia. Com isso, é possível evitar inconveniências que poderiam decorrer de uma reorganização implementada “pela metade”.

## **2.2. Ativos Entregues Mediante o Resgate**

Dentre as reorganizações identificadas, um total de 13 casos implicou apenas no pagamento de dinheiro aos acionistas mediante resgate. Todos eles tiveram a finalidade de reduzir a participação da base acionária da incorporada na incorporadora final. A GEA-4 da CVM analisou algumas dessas operações e constatou que há variações nos percentuais de redução.<sup>36</sup> Por exemplo, na reorganização entre Datasul e Totvs, cerca de 91% da participação dos sócios da incorporada foi convertida em dinheiro. Contudo, há casos com percentuais bem menores, como na operação entre BM&F e Bovespa, que resultou na conversão de 7% da participação dos acionistas da Bovespa em dinheiro – o que estaria dentro dos limites da legislação da União Europeia. De qualquer forma, sempre houve a entrega de ações ordinárias de emissão da incorporadora, de maneira que os acionistas não foram completamente excluídos da estrutura societária.

Já as outras 3 reorganizações adotaram uma dinâmica distinta. Nelas, os acionistas apenas receberam ações preferenciais resgatáveis, e não ações ordinárias da incorporadora. Isso significa que toda a participação desses acionistas seria resgatada, impedindo que eles fossem sócios da incorporadora. Além disso, cada acionista tinha uma certa liberdade para escolher o ativo que iria receber no resgate. Isso foi assegurado mediante a emissão de ações preferenciais resgatáveis de classes distintas. Esse procedimento pode ser explicado com base na incorporação de ações do Banco Inter S.A. pela Inter Holding Financeira S.A.

Entre 2021 e 2022, o Grupo Inter pretendia cancelar o registro do Banco Inter na B3 e unificar a base acionária brasileira com o quadro de acionistas da Inter Platform, Inc., sociedade constituída sob a legislação das Ilhas Cayman e com ações negociadas na Nasdaq. A proposta era a de que o Banco Inter se tornaria uma subsidiária integral da Holding Financeira e, em troca, ela emitiria ações preferenciais resgatáveis divididas em

---

<sup>36</sup> Proc. SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46. Memorando nº 176/2018-CVM/SEP/GEA-4, pp. 33-35.

duas classes, cabendo a cada acionista optar por uma delas. Dependendo da classe escolhida, o pagamento decorrente do resgate seria em um ativo diferente. Se a classe denominada “Opção BDRs” fosse escolhida, o resgate implicaria na atribuição de BDRs lastreadas em *Class A Shares* de emissão da Inter Platform; se o acionista optasse pela “Opção Cash-Out”, ele receberia dinheiro ao invés de participação na Inter Platform.

Esse procedimento também foi empregado na incorporação de ações da Linx S.A. pela STNE Participações S.A. Nessa operação, os acionistas da Linx puderam optar entre duas classes de ações preferenciais resgatáveis – uma delas implicaria no resgate com pagamento em dinheiro, enquanto a outra no pagamento de *Class A Shares* da StoneCo Ltd. ou BDRs lastreadas nessas ações. Da mesma forma, a incorporação de ações da Dommo Energia S.A. pela Petro Rio OpCo Exploração Petrolífera S.A. seguiu a mesma lógica, dando a possibilidade para cada acionista da Dommo escolher entre o pagamento em dinheiro ou em ações da Petro Rio S.A., acionista controlador da incorporadora.

É interessante notar que, apesar de o acionista ter liberdade de optar entre o recebimento de dinheiro ou títulos de participação, eles não poderiam ser acionistas da incorporadora. As ações ou BDRs conferidas nesses casos eram de emissão de companhias do mesmo grupo econômico da incorporadora. Logo, os sócios da incorporada ainda poderiam continuar com participação nos negócios da companhia, mas isso não ocorreria conforme o que geralmente se espera em uma incorporação, que é a passagem para a base acionária da incorporadora. De qualquer maneira, não foram identificadas reorganizações nas quais houve a exclusiva entrega de dinheiro ou a atribuição, em alguma medida, de títulos de dívida.

### **3. A Reorganização da Fibria e Suzano**

#### **3.1. Descrição da Operação**

No dia 13 de setembro de 2018, as companhias Suzano Papel e Celulose S.A., Fibria Celulose S.A. e Eucalipto Holding S.A. realizaram assembleias gerais em que se aprovaram matérias relativas a uma reorganização societária envolvendo ambas. Essencialmente, a reorganização consistiu em converter a Fibria em uma subsidiária integral da Suzano por meio de uma incorporação de ações. Conseqüentemente, houve a união das bases acionárias das duas companhias.

Conforme consta no item 1.2 do Protocolo e da Justificação, a reorganização foi estruturada em quatro etapas interdependentes e vinculadas entre si, constituindo um negócio jurídico único. Para que cada etapa tivesse eficácia individualmente, era

necessário que todas elas fossem aprovadas na mesma data. Sendo assim, não havia a possibilidade de ocorrer uma implementação parcial da reorganização.

A primeira etapa consistiu no aumento do capital social da Holding., companhia fechada, controlada pela Suzano e que estava sem exercer qualquer atividade. O aumento do capital ocorreria por meio da emissão de ações ordinárias da Holding, que foram subscritas e integralizadas pela Suzano, elevando a sua participação para 61% das ações ordinárias de emissão da Holding.

Na segunda etapa, a Holding incorporou todas as ações de emissão da Fibria, tendo como consequência a passagem dos seus acionistas para a base acionária da Holding e a conversão da Fibria em subsidiária integral. Houve a entrega de 1 ação ordinária e 1 ação preferencial resgatável de emissão da Holding para cada ação ordinária de emissão da Fibria.

A terceira etapa se tratou do resgate compulsório da totalidade das ações preferenciais pela Holding. Com isso, essas ações foram canceladas contra uma reserva de capital da companhia, e os acionistas receberam a quantia de R\$ 52,50 para cada ação preferencial resgatada. Dessa forma, os antigos acionistas da Fibria sofreram uma redução considerável de suas participações no capital da Holding.

Por fim, na quarta etapa, a Suzano incorporou a totalidade do patrimônio da Holding, resultando na sua extinção e na sucessão pela Suzano da titularidade das ações de emissão da Fibria. Em troca de cada ação ordinária da Holding, os antigos acionistas da Fibria receberam 0,4611 ações ordinárias de emissão da Suzano, passando a compor o quadro acionário dessa companhia. Devido ao resgate de ações realizado na etapa anterior, somente 20% do capital originalmente investido na Fibria por seus antigos acionistas corresponderia à sua participação no capital social da Suzano. Os 80% do capital restantes teriam sido convertidos em dinheiro após o resgate.

### **3.2. Síntese da Discussão e Decisões da CVM**

Antes de a operação ter sido aprovada, os minoritários da Fibria corriam o risco de redução considerável de suas participações acionárias. Assim, nos dias 13 e 17 de agosto de 2018, alguns fundos de investimento que detinham ações da Fibria requereram à CVM a interrupção do prazo de convocação da AGE da companhia, para que a legalidade da reorganização fosse analisada.

No Processo nº 19957.007756/2018-46, um grupo de minoritários expôs o entendimento que chamaremos de “Tese Restritiva” neste trabalho. De acordo com ela,

seria possível implementar a reorganização entre Fibria e Suzano, desde que o resgate ocorresse em relação às ações ordinárias da Fibria, precedida de sorteio. Os argumentos apresentados pelos reclamantes para sustentar essa posição foram: (i) o resgate linear das ações preferenciais consistiria em fraude à norma cogente que determina a realização do sorteio para se proceder ao resgate parcial; (ii) haveria infração ao direito constitucional à propriedade dos acionistas; (iii) a reorganização seria uma fraude às normas do Novo Mercado sobre proibição de emitir ações preferenciais; e (iv) a existência de uma estrutura de controle seriam indícios da fraude.

Posteriormente, no Processos nº 19957.007885/2018-34, outro grupo de minoritários apresentou um segundo posicionamento, o qual será denominado “Tese Proibitiva”. Esse entendimento somente autorizaria a entrega de ações resgatáveis aos acionistas da Fibria se houvesse manifestação expressa deles nesse sentido. Conforme é sugerido pelos reclamantes no Processo nº 19957.007885/2018-34, a reorganização seria legítima se o recebimento de ações resgatáveis fosse apresentado aos acionistas da Fibria como uma opção, e não uma imposição da assembleia geral.

A argumentação que ampara esse raciocínio toma como ponto de partida o fato de todos os dispositivos da Lei das S.A. preverem apenas a possibilidade de atribuir ações da incorporadora aos acionistas. Assim, a natureza jurídica e as finalidades de uma incorporação seriam incompatíveis com a entrega de dinheiro ou de outros ativos aos sócios da incorporada, inclusive mediante um negócio jurídico indireto. Ademais, a não consideração da vontade expressa de todos os acionistas implicaria em uma violação ao direito essencial de permanecer sócio, pois eles estariam sendo expropriados de preservar o seu *status socii* na mesma proporção na sociedade incorporadora. Por fim, também se alega que o regime de incorporação da LSA se aproximaria mais do tratamento dado pela legislação europeia, que expressamente veda a atribuição de dinheiro em incorporações e a implementação de *freeze-out e cash-out mergers*.

Em contraposição a esses argumentos, Fibria sustentou a “Tese Permissiva”. Segundo ela, a operação não seria fraudulenta, especialmente porque (i) o mesmo resultado poderia ser alcançado mediante outras operações; (ii) a Lei das S.A. autorizaria a atribuição de uma contrapartida composta por ações de quaisquer classes ou espécies; (iii) seria assegurado um tratamento igualitário a minoritários e aos controladores no momento do resgate; (iv) o recebimento de dinheiro pelos acionistas da Fibria não seria consequência direta da incorporação de ações, mas, sim, efeito típico do resgate; (v) não

existiria um direito essencial de permanecer sócio; e (vi) a negociação da reorganização teria sido realizada entre partes independentes.

Com base nos argumentos apresentados, os órgãos da CVM proferiram entendimentos diferentes. Em 30 de agosto de 2018, a GEA-4 reconheceu que, em determinadas situações, a exclusão de acionistas da base acionária pode configurar abuso por parte do controlador, além de que o instituto da incorporação (de sociedade e de ações) não comporta atribuir contrapartida em dinheiro. Entretanto, a GEA-4 entendeu ser lícita a combinação de institutos previstos na Lei das S.A. para alcançar o resultado pretendido na reorganização. Também se entendeu que não existe um direito essencial de permanecer sócio na companhia, motivo pelo qual não se estaria atingindo uma finalidade vedada pela legislação. Assim, a GEA-4 concluiu que a reorganização atenderia ao interesse social na reestruturação, opinando pela não interrupção do prazo de convocação da AGE.<sup>37</sup>

De forma contrária, o Superintendente da SEP discordou do entendimento da GEA-4. A sua justificativa se restringiu a dizer que o resultado da reorganização estaria em desacordo com os objetivos das disposições da Lei das S.A. sobre incorporação de ações. Dessa forma, o Superintendente propôs ao Colegiado da CVM que o curso do prazo da AGE deveria ser interrompido.<sup>38</sup>

A deliberação do Colegiado foi tomada pelos Diretores Gustavo Borba, Gustavo Gonzalez, Henrique Machado e Pablo Renteria, no dia 4 de setembro de 2018. Os três últimos diretores se alinharam ao entendimento da Tese Permissiva. Assim, o Colegiado, por maioria, entendeu que a reorganização não apresentava indícios de irregularidade, indeferindo os pedidos de interrupção do prazo de convocação da AGE.

Em manifestação de voto, o Diretor Renteria destacou que a contrapartida em ações da incorporadora é um traço essencial da incorporação, admitindo apenas a entrega de uma parcela pequena em moeda corrente. Contudo, não há impedimento para que ocorra a entrega de ações preferenciais resgatáveis, já que o art. 224, I, da Lei das S.A. não limita as classes e espécies de ações que poderiam compor a contraprestação, mesmo que sejam diferentes das ações detidas pelos acionistas da incorporada.<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> Proc. nº 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34. Memorando nº 176/2018-CVM/SEP/GEA-4, pp. 43-48.

<sup>38</sup> Proc. SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46. Manifestação da SEP.

<sup>39</sup> Proc. SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46. Voto do Diretor Pablo Renteria, p. 3.

Em segundo lugar, no caso de atribuir ações resgatáveis, o recebimento de dinheiro pelos acionistas decorreria do resgate de ações, e não propriamente da incorporação. O voto do diretor destacou que a reorganização pretendida pela Fibria não se trataria unicamente de uma incorporação, mas sim de uma operação com diversos negócios jurídicos, todos eles previstos na Lei das S.A. e que poderiam ser implementados a partir da deliberação em maioria na assembleia geral.

Seguindo esse raciocínio, o Diretor ressaltou que “a realização financeira de parte substancial das participações acionárias, por decisão majoritária, é efeito típico do resgate acionário”<sup>40</sup>. Esse instituto pode ter como objeto quaisquer classes e espécies de ações e ser empregado para atingir o interesse social da companhia, desde que respeitadas a isonomia e a impessoalidade do resgate (por exemplo, uma companhia não tem a permissão de utilizar o resgate para excluir algum acionista em específico). Conseqüentemente, mesmo que exista um direito de permanecer sócio, o resgate acionário seria uma exceção a ele.

Em terceiro lugar, a Lei das S.A. não prevê aos acionistas um direito de preservarem sua participação na incorporadora de forma equivalente ao que detinham na incorporada. É legítimo que partes independentes negociem os termos da operação e considerem a diluição dos acionistas da incorporada. Além disso, essa diluição não é só alcançada mediante a atribuição de ações resgatáveis, mas também por outros meios, como a redução de capital e a distribuição extraordinária de dividendos.

Todos esses argumentos demonstrariam que a reorganização entre Fibria e Suzano não configurou fraude a qualquer norma imperativa. Ademais, o Diretor Renteria não identificou qualquer infração ao interesse social da Fibria nem práticas contrárias ao dever de lealdade do controlador, principalmente porque a reorganização deu tratamento isonômico a todos os acionistas. Por fim, o Diretor salientou que, após a reorganização, 37% das ações da Suzano estariam em circulação no mercado, fato que indicaria possibilidade de os acionistas da incorporada elevarem sua participação por meio de compra no mercado secundário. Devido a essa liquidez futura das ações da Suzano, é infundado argumentar que a operação teria o objetivo de excluir os minoritários.<sup>41</sup>

Por sua vez, o Diretor Borba apresentou voto alinhado com os argumentos dos reclamantes, especialmente em relação à Tese Proibitiva. Partindo da redação dos dispositivos sobre incorporação, concluiu-se que legislação buscou conciliar o princípio

---

<sup>40</sup> Ibid., p. 6.

<sup>41</sup> Ibid., p. 8.



majoritário com o direito de propriedade de cada acionista sobre suas ações: compete à assembleia geral deliberar pela incorporação, mas a participação atualmente detida pelos acionistas da incorporada é substituída por uma participação na incorporadora. Nas palavras do Diretor, essa substituição, denominada sub-rogação real, assegura:

[...] a manutenção do investimento inicialmente realizado, agora em sua nova conformação, ou seja, migrando para o quadro social da incorporadora de forma proporcional à participação que detinham na incorporada, com o que se preserva direito de propriedade, ainda que modificado em virtude da incorporação.<sup>42</sup>

Para ele, haveria um direito de permanecer sócio, decorrente do direito constitucional de propriedade e do fenômeno da sub-rogação. Esse direito consistiria na prerrogativa de o investidor continuar participando no capital da sociedade conforme lhe for conveniente. Caso ele não existisse, “nenhum direito garantido por lei ou pelo estatuto seria efetivo, uma vez que todos os direitos essenciais de acionista pressupõem a condição de sócio, de modo que, em sendo esse afastado, elididos estariam todos os direitos decorrentes do referido status”<sup>43</sup>.

Dessa forma, apesar de o controlador poder decidir sobre a implementação de uma incorporação, isso não significa ele estaria autorizado a interferir no patrimônio de um acionista, como, por exemplo, através de sua exclusão. A relação de propriedade entre o acionista e suas ações somente poderia ser afastada em situações específicas previstas expressamente em lei, como no caso do art. 4º, § 5º, da Lei das S.A.<sup>44</sup>

Além disso, as normas sobre resgate também indicariam que a lei almejou proteger os minoritários, pois elas conferem impessoalidade na execução do procedimento. Quando o resgate é parcial, deve ser realizado o sorteio, e, se tem como objeto ações uma classe específica, é necessário que a maioria dos acionistas atingidos concorde com a medida. Logo, fora de hipóteses excepcionais, o legislador teria buscado evitar qualquer forma de exclusão de determinados acionistas.<sup>45</sup>

---

<sup>42</sup> Proc. SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46. Voto do Diretor Gustavo Borba, p. 4.

<sup>43</sup> Ibid., pp. 4-5.

<sup>44</sup> “Art. 4º. Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. [...] § 5º Terminado o prazo da oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembléia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4o, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6o do art. 44.”

<sup>45</sup> Ibid., p. 6.

Na reorganização analisada, como as ações preferenciais seriam resgatadas logo em seguida de serem atribuídas, elas seriam classificadas formalmente como ações, mas essencialmente como pagamento em dinheiro, caracterizando “ações natimortas”. Ressalte-se que, como foi estipulado no protocolo que o resgate ocorreria imediatamente, também não se poderia cogitar uma eventual concordância da maioria dos preferencialistas com o resgate. Assim, tendo em vista que bastaria o voto dos controladores para implementar a reorganização, haveria uma exceção à sub-rogação proporcional de ações sem a obtenção do consentimento expresso de todos os acionistas. Conforme trecho do voto:

[...] a regra legal aplicável à incorporação, no que se refere à relação de substituição, determina o recebimento de ações da incorporadora em número proporcional ao patrimônio acionário que os sócios detinham na incorporada (arts. 223, 224, 227, 252, e seus parágrafos, da Lei 6.404/76), só podendo essa regra ser excepcionada quando houver expressa concordância de cada um dos acionistas quanto ao recebimento, em virtude da incorporação, de ativo outro que não ações da incorporadora.<sup>46</sup>

A atribuição de dinheiro sem a concordância dos acionistas somente poderia ocorrer se a entrega de moeda corrente tivesse um caráter residual, voltado para substituir as “sobras” do cálculo de substituição de ações. Contudo, no caso discutido, a contrapartida em dinheiro teria um caráter substancial. Isso assemelharia a operação a uma venda compulsória de ações, mediante a qual haveria um *squeeze-out* parcial da base acionária da Fibria, com o provável intuito de evitar uma diluição dos controladores da Suzano. Dessa forma, a reorganização seria uma fraude ao direito do acionista de preservar, na mesma proporção na incorporada, a sua participação na companhia incorporadora.<sup>47</sup>

#### **4. Tese Proibitiva**

##### **4.1. Observância ao Consenso do Acionista**

Na literatura, foi possível identificar argumentos favoráveis à Tese Proibitiva levantados por Luiz Alberto Rosman, Pedro Wehrs Fernandes, Danielle Bittencourt Parente, Eduardo Secchi Munhoz, Luiz Gastão Leães, Gustavo Borba, Claudio Guerreiro, Felipe Hanszmann, Eli Loria e Daniel Kalansky. Contudo, destaca-se que não é claro se

---

<sup>46</sup> Ibid., p. 8-9.

<sup>47</sup> Ibid., p. 9.

esses dois últimos autores apoiam as conclusões da Tese Proibitiva, tendo em vista que seu raciocínio também é válido para a Tese Restritiva.

A primeira linha de argumentação que ampara a Tese Proibitiva tem relação com a natureza do regime das incorporações no Brasil. Todos os dispositivos sobre incorporação e incorporação de ações da Lei das S.A. somente preveem a entrega de ações da incorporadora aos acionistas. Não há menção sobre a possibilidade de atribuir dinheiro ou outros ativos, conforme é feito nas legislações norte-americana e europeias. Assim, os autores entendem que essa omissão do legislador expõe uma regra que proíbe que a contrapartida seja composta por ativos diferentes de ações da incorporadora.<sup>48</sup>

Além disso, diversos dispositivos da Lei das S.A. buscam assegurar certa cautela à avaliação de patrimônios em reorganizações societárias conferindo uma tutela aos minoritários, tais como os arts. 226 (destinados à incorporação, fusão e cisão), 227, §1º (incorporação), 228, §1º (fusão), 229, §2º (cisão), 252, §1º (incorporação de ações) e 264, § 1º (incorporação de companhia controlada).<sup>49</sup>

A partir da redação da Lei das S.A., desenvolve-se o raciocínio de que a substituição de ações da incorporada por ações da incorporadora é uma característica essencial do regime de incorporações, sem a qual resultaria no desvirtuamento do instituto. O objetivo da Lei das S.A. foi conferir a natureza jurídica de sub-rogação real legal à essa substituição. Em outras palavras, a lei limitou a liberdade contratual das partes e determinou que as ações da incorporada devem ser trocadas por bens submetidos ao mesmo regime delas, que seriam as ações da incorporadora.<sup>50</sup>

Embora as partes possam negociar diversos aspectos da relação de troca (como número, espécie e classe de ações), elas não podem alterar o ativo que será atribuído, revelando que a substituição de ações tem caráter de norma cogente. Consequentemente, é fundamental que haja a transposição da condição de acionista – o *status socii* – à sociedade incorporadora. Para os autores, essa transposição significa que a participação que o acionista receberá na incorporadora deverá ser equivalente à participação que ele detinha anteriormente na incorporada.<sup>51</sup>

---

<sup>48</sup> MUNHOZ, op. cit., pp. 322-325

<sup>49</sup> Ibid., p. 324.

<sup>50</sup> LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. A Contraprestação em Dinheiro nas Operações de Incorporação de Ações: Freeze-Out Merger no Brasil? In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. V. 1, São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 362-364.

<sup>51</sup> MUNHOZ, op. cit., p. 324.

A segunda linha argumentativa para se chegar à mesma conclusão considera a existência de um direito essencial a permanecer sócio ou de manter o *status socii*. Segundo Luiz Alberto Rosman, esse direito decorre do direito fundamental à propriedade, previsto no art. 5º da Constituição Federal.<sup>52</sup> Já Eduardo Munhoz complementa dizendo que ele é um pressuposto lógico dos outros direitos essenciais do acionista<sup>53</sup>.

Ao adquirir ações de uma companhia, o direito de permanecer sócio estabelece que cabe ao próprio acionista decidir quando irá se desfazer de sua participação. Por ser qualificado como essencial, esse direito detém a característica prevista no art. 109 da Lei das S.A., que é a impossibilidade de ser derogado pela assembleia geral ou pelo estatuto social.<sup>54</sup> Dessa forma, deve-se adotar uma leitura restritiva da Lei das S.A., de maneira que o acionista somente poderá ser despojado de suas ações em hipóteses específicas e taxativamente previstas na legislação.<sup>55</sup>

Dentre essas hipóteses, pode-se citar o resgate compulsório das ações remanescentes (art. 4º, § 5º, da Lei das S.A.) e a exclusão do acionista remisso (art. 107, II, da Lei das S.A.<sup>56</sup>). Contudo, a incorporação e a incorporação de ações não se incluem nessas hipóteses. Os autores consideram que essas operações não são uma exceção ao direito de permanecer sócio, mas, pelo contrário, buscam preservar o *status socii* mediante a sub-rogação de ações. Assim, por não ser um meio legítimo para reduzir a participação de acionistas, se a maioria do capital social aprovasse a substituição de ações por dinheiro ou outro ativo, haveria uma violação ao direito de permanecer sócio.<sup>57</sup>

O terceiro argumento se pauta em uma interpretação da Lei das S.A. com base no direito estrangeiro. De acordo com os autores da Tese Proibitiva, a leitura das disposições sobre o regime de incorporações deve ser feita de forma mais alinhada com a legislação europeia, ao invés do ordenamento jurídico norte-americano. A primeira razão para isso se deve ao fato de que a Lei das S.A., embora tenha se inspirado na legislação dos Estados

---

<sup>52</sup> CVM. Processo SEI nº 19957.007885/2018-34. Rel. Superintendência de Relações com Empresas – SEP, j. em 04.09.2018. Documento “[39] – 0593881\_Memorial”, p. 3.

<sup>53</sup> MUNHOZ, op. cit., p. 326.

<sup>54</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Relação de Troca na Incorporação com Contraprestação em Dinheiro. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. V. 2, São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 83-84.

<sup>55</sup> GUERREIRO, Claudio; HANSZMANN, Felipe. Notas sobre Operações de Incorporação com Emissão de Ações Preferenciais Resgatáveis no Regime da Lei 6.404/76. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. V. 1, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 274.

<sup>56</sup> “Art. 107. Verificada a mora do acionista, a companhia pode, à sua escolha: [...] II - mandar vender as ações em bolsa de valores, por conta e risco do acionista.”

<sup>57</sup> MUNHOZ, op. cit., p. 326.

Unidos, tem mais semelhanças com a regulação europeia, especialmente quanto ao reconhecimento de um sistema econômico de capital concentrado, ou seja, em que há uma predominância de companhias com controladores. Nas palavras de Eduardo Munhoz:

A preocupação central da lei societária na maioria dos países europeus é disciplinar os conflitos entre acionistas controladores e não-controladores ou, numa palavra, disciplinar o poder do acionista controlador, de modo a evitar o seu exercício contra o interesse da companhia ou dos demais acionistas, vindo a obter benefícios particulares indevidos (benefícios privados do controle).<sup>58</sup>

Assim, as legislações societárias do Brasil e da Europa têm uma preocupação em mitigar abusos praticados por controladores e conferir uma tutela maior aos minoritários, como pode ser identificado nas regras sobre impedimento de voto e direito de retirada. Em contraste, o direito norte-americano reconhece um sistema de capital disperso, no qual prevalece um controle gerencial nas companhias abertas e, conseqüentemente, há uma atenção maior quanto aos poderes dos administradores.<sup>59</sup>

Ademais, em comparação ao Brasil, o mercado de capitais norte-americano é bem mais desenvolvido e apresenta características relevantes que devem ser consideradas antes de se “importar” um instituto estrangeiro. Dentre elas, pode-se citar a existência de elevada fungibilidade entre títulos de investimento, o que significa que há facilidade aos acionistas para reinvestirem o dinheiro recebido em decorrência de uma *cash-out merger*.<sup>60</sup>

No Brasil, por outro lado, as participações acionárias não apresentam esse grau de fungibilidade, devido ao fato de haver uma liquidez menor e menos opções de títulos disponíveis para negociação. Conseqüentemente, após uma *freeze-out merger*, o acionista teria dificuldades em comprar ações de outra companhia com o dinheiro do resgate, principalmente em relação ao mesmo setor econômico. Seguindo o mesmo raciocínio, caso a *freeze-out merger* implicasse no pagamento de outros ativos, o investidor brasileiro teria uma dificuldade maior para convertê-los em dinheiro do que um investidor no mercado estadunidense.<sup>61</sup> Dessa forma, essa modalidade de operação seria incompatível em relação ao mercado de capitais brasileiro e à Lei das S.A.

---

<sup>58</sup> Ibid., pp. 315-316.

<sup>59</sup> Ibid., p. 328; GUERREIRO; HANSZMANN, op. cit., p. 268.

<sup>60</sup> CVM. Processo SEI nº 19957.007885/2018-34. Rel. Superintendência de Relações com Empresas – SEP, j. em 04.09.2018. Documento “[28] – 0589711\_Parecer”, p. 6.

<sup>61</sup> CVM. Processo SEI nº 19957.007885/2018-34. Rel. Superintendência de Relações com Empresas – SEP, j. em 04.09.2018. Documento “[28] – 0589711\_Parecer”, p. 28.

Com base nessas três linhas argumentativas, os autores da Tese Proibitiva entendem que, em regra, a incorporação com emissão de ações resgatáveis constitui fraude à lei, tendo em vista que ela implica uma violação da alegada norma cogente que determina a sub-rogação de ações. As ações preferenciais resgatáveis seriam apenas um subterfúgio para cumprir formalmente com esse requisito do regime das incorporações, mas, em essência, alcançariam um resultado vedado pela lei: a atribuição de uma participação não equivalente à que os novos acionistas da incorporadora detinham antes. Para evitar essa ilegalidade, seria necessário seguir procedimentos voltados à obtenção da totalidade da base acionária, os quais serão explicados no tópico a seguir.

#### **4.2. Procedimentos Consensuais para as Reorganizações**

Para a Tese Proibitiva, o recebimento de ações resgatáveis depende do consentimento expresso do acionista afetado, sendo possível imaginar dois procedimentos para preencher essa condição. O primeiro é apresentar a entrega de dinheiro ou ativos como uma escolha individual ao acionista.<sup>62</sup> Nesse caso, o protocolo da operação deverá prever que o acionista poderá optar entre (i) o recebimento de ações da incorporadora, de forma a preservar sua participação na sociedade resultante, ou (ii) de outros bens, os quais serão conferidos indiretamente mediante ações preferenciais resgatáveis. Existindo essa alternativa, não haveria óbice à aprovação da incorporação em assembleia geral.

O segundo procedimento é a aprovação unânime da reorganização pelos acionistas da incorporada, sem a necessidade de o protocolo apresentar mais de uma opção de contrapartida. Embora não seja sugerido pelos reclamantes no âmbito dos pedidos de interrupção, ele está em conformidade com o raciocínio da Tese Proibitiva, pois haveria a concordância expressa de todos os acionistas pelo recebimento indireto de moeda corrente ou de outros ativos distintos de ações da incorporadora.

Embora essa segunda técnica aparenta ser operacionalmente inviável para companhias com ações negociadas em bolsa, ela tenderia a ser mais adequada para reorganizações envolvendo companhias fechadas ou companhias abertas em um *free float* expressivo. Por sua vez, o primeiro procedimento teria mais utilidade justamente em operações com companhias de capital pulverizado, pois ele evitaria a elevada dificuldade de se obter a unanimidade em assembleia geral. Além disso, conforme visto

---

<sup>62</sup> CVM. Processo SEI nº 19957.007885/2018-34. Rel. Superintendência de Relações com Empresas – SEP, j. em 04.09.2018. Sugestão apresentada no Documento “[01] – 0580985\_Requerimento”, p. 33.

anteriormente, nas reorganizações do Grupo Inter, Linx/Stone e Dommo/Petro Rio, foi utilizada uma mecânica semelhante ao primeiro procedimento, o que reforça a sua viabilidade operacional.

Em suma, a Tese Proibitiva não nega a viabilidade de atribuição de ações resgatáveis como contrapartida em incorporações, mas a condiciona à anuência de cada acionista atingido. O que realmente é vedado por essa tese é a realização de *freeze-out mergers*, que necessariamente implicam na exclusão forçada dos minoritários. Assim, o controlador, em qualquer hipótese, não poderia deliberar pela entrega das ações resgatáveis sem a unanimidade dos sócios ou sem oferecer a alternativa de preservar suas participações.

## **5. Tese Restritiva**

### **5.1. Observância ao Resgate Parcial e Consideração de Fatores Extralegais**

A única manifestação identificada que realmente se alinhou com a Tese Restritiva é a petição do escritório Faoro & Fucci Advogados apresentada no Processo CVM nº 19957.0077562/2018-46. Entretanto, parte dos argumentos da Tese Proibitiva ampara esse posicionamento. Pode-se dizer que um ponto em comum entre os dois entendimentos é considerar que a sub-rogação de ações é um elemento fundamental das incorporações, em regra sendo inviável atribuir dinheiro, títulos de dívida ou outros ativos. É uma interpretação que também toma como ponto de partida a referência expressa a “ações da incorporadora” nos dispositivos da Lei das S.A.<sup>63</sup>

Outro ponto de semelhança são os argumentos relativos à aplicação do direito estrangeiro no Brasil, os quais podem ser empregados para defender a existência de limitações às incorporações com emissão de ações resgatáveis.<sup>64</sup> Já uma diferença entre as argumentações diz respeito ao direito essencial de permanecer sócio. A Tese Restritiva não afirma nem nega a existência desse direito, mas reconhece que a participação dos acionistas está tutelada pelo direito constitucional de propriedade.<sup>65</sup>

Passando para seu principal argumento, a maior preocupação da Tese Restritiva é se a reorganização deturpou as regras do instituto do resgate acionário. Para seus autores, a emissão de ações resgatáveis na operação entre Fibria e Suzano tinha a finalidade de evitar a realização de um resgate parcial de ações ordinárias no âmbito da Fibria. Para

---

<sup>63</sup> Proc. 19957.007756/2018-46. Documento “[01]-0577121\_Requerimento”, p. 14.

<sup>64</sup> LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel, op. cit., pp. 366-371.

<sup>65</sup> Proc. 19957.007756/2018-46. Documento “[01]-0577121\_Requerimento”, p. 15.

compreendermos esse raciocínio, primeiramente deve-se realizar uma leitura do art. 44, §§ 4º e 6º, da Lei das S.A.

Conforme o dispositivo, o resgate parcial deve ser precedido de duas etapas: (i) uma assembleia especial dos acionistas da classe de ações atingidas e, caso a maioria dos presentes aprove, (ii) a realização de um sorteio para definir quais ações serão resgatadas.<sup>66</sup> Assim, se fosse realizado um resgate parcial de ações ordinárias na Fibria, seria necessário realizar o sorteio. Na visão dos autores, esse procedimento do sorteio criaria um risco indesejável aos controladores, pois eles poderiam sofrer um resgate superior ao desejado na operação. Dessa forma, para evitar esse risco, os controladores combinaram com a Suzano que as ações da Fibria seriam incorporadas pela Eucalipto, a qual, por sua vez, emitiria ações preferenciais resgatáveis e possibilitaria um resgate linear dessas ações, na proporção desejada pelos controladores.<sup>67</sup>

Os autores também argumentaram que a Suzano poderia ter negociado com os controladores da Fibria uma aquisição do controle da sociedade e, em seguida, realizado um resgate parcial das ações ordinárias. Contudo, ainda assim haveria o risco de o sorteio resultar em um resgate da participação da Suzano, sendo mais um motivo por ter se optado pela utilização da Eucalipto.<sup>68</sup> Em suma, haveria no mínimo dois procedimentos alternativos para implementar a reorganização: (i) resgate parcial de ações ordinárias na Fibria, precedido de sorteio e seguido da conversão em subsidiária integral da Suzano; ou (ii) aquisição do controle da Fibria pela Suzano, seguida do sorteio e do resgate parcial de ações da Fibria.

É importante notar que a Tese Restritiva entende que a realização do sorteio é uma norma cogente, cuja finalidade é assegurar tratamento igualitário a todos os acionistas no momento do resgate. Conforme se verá adiante, um dos argumentos da Tese Permissiva para alegar a legitimidade da reorganização é o fato de que o resgate das ações preferenciais garantiu um tratamento impessoal e equânime entre minoritários e controladores da Fibria. Afinal, não foi apenas a participação dos minoritários que foi convertida 80% em dinheiro, mas também a dos controladores.

---

<sup>66</sup> “Art. 44. O estatuto ou a assembleia-geral extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação. [...] § 4º O resgate e a amortização que não abrangerem a totalidade das ações de uma mesma classe serão feitos mediante sorteio; sorteadas ações custodiadas nos termos do artigo 41, a instituição financeira especificará, mediante rateio, as resgatadas ou amortizadas, se outra forma não estiver prevista no contrato de custódia.”

<sup>67</sup> *Ibid.*, p. 16-19.

<sup>68</sup> *Ibid.*, p. 20.



Entretanto, os autores da Tese Restritiva entendem que, se o objetivo do legislador tivesse sido realmente assegurar esse tipo de igualdade de tratamento, a Lei das S.A. teria submetido o resgate parcial a esse procedimento, e não previsto a regra do sorteio. Esse raciocínio é exposto nos trechos abaixo:

Por expressa previsão legal, não tem a assembleia geral competência para deliberar formas criativas e diversas do “sorteio” para promover o resgate. 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.<sup>69</sup>

Ressalta-se que os autores também identificaram fraudes em relação a normas do Novo Mercado, responsáveis por vedar a emissão de ações preferenciais pelas companhias listadas nesse segmento da B3. Como tanto Fibria quanto Suzano eram participantes do Novo Mercado, nenhuma classe de ação preferencial – resgatável ou não – poderia ser emitida pelas companhias. Assim, entendeu-se que a utilização da *holding* consistiria em uma forma de burlar essas regras autorregulatórias.<sup>70</sup>

Como último argumento, a Tese Restritiva considerou que a reorganização entre Fibria e Suzano apresentava certas características fundamentais para se concluir que a operação busca fraudar o instituto do resgate parcial. Algumas das características citadas foram: (i) o fato de a operação se inserir em um contexto de “alienação de controle”, o que poderia indicar uma fraude ao direito de *tag along* dos acionistas da Fibria; (ii) a existência de oposição da base acionária à operação; e (iii) a negociação das condições do protocolo ter sido realizada entre os controladores das companhias envolvidas.<sup>71</sup>

## **5.2. Delimitação de um Procedimento Casuístico**

O tópico anterior indicou quais seriam os procedimentos exigidos pela Tese Restritiva para que a reorganização entre Fibria e Suzano fosse considerada lícita. Entretanto, eles não podem ser estendidos a outras reorganizações sem uma análise mais detida de cada caso. Isso se deve em razão da consideração de inúmeros elementos para se analisar a legalidade de uma única operação. Conforme foi apresentado, não apenas se

---

<sup>69</sup> Ibid., p. 16.

<sup>70</sup> Ibid., p. 19-20.

<sup>71</sup> Ibid., p. 27.

levou em conta as regras sobre resgate acionário, como também fatores relativos a normas da autorregulação e às estruturas da operação e das companhias envolvidas. Logo, o que se pode dizer é que a definição do procedimento mais adequado dependerá de uma análise casuística.

Contudo, é possível perceber que a Tese Restritiva defende uma flexibilização das regras de resgate no caso operações sem as características da reorganização entre Fibria e Suzano. Por exemplo, é criada uma margem para que se aceite a adoção de um procedimento semelhante nos casos em que a companhia a ser incorporada seja de capital pulverizado e não esteja listada no Novo Mercado. Portanto, por mais que a definição do procedimento dependa da avaliação do caso concreto, existe um norte a ser seguido para realizar essa análise.

## **6. Tese Permissiva**

### **6.1. Prevalência da Liberdade Negocial**

A Tese Permissiva foi inicialmente apresentada nos pedidos de interrupção pelos escritórios Eizirik Advogados e Yazbek Advogados. Outros autores que se filiam a esse posicionamento são Peter Christian Sester, Erasmo Valladão, Ivo Waisberg e o ex-Diretor Pablo Renteria, conforme exposto em seu voto.

O primeiro argumento desse entendimento também se desenvolve a partir da leitura dos dispositivos sobre incorporações. Porém, diferentemente dos outros posicionamentos, não se conclui que a obrigação de atribuir “ações da incorporadora” implica na proibição à entrega de uma contrapartida composta por outros ativos. Pelo contrário, considera-se que a simples ausência de uma autorização específica nesse sentido não pode ser interpretada como uma vedação à entrega de outros ativos mediante negócios jurídicos indiretos.<sup>72</sup>

Soma-se esse raciocínio a aplicação do princípio constitucional da legalidade, segundo o qual as pessoas somente podem ser obrigadas por lei a deixarem de fazer algo.<sup>73</sup> Com amparo nesse princípio, é legítimo que, mediante a combinação de institutos previstos na Lei das S.A., as partes realizem negócios jurídicos indiretos para alcançar finalidades atípicas, porém autorizadas pelo ordenamento jurídico.<sup>74</sup> Portanto, a real

---

<sup>72</sup> Proc. 19957.007885/2018-34. Documento “[13]-0583178\_Resposta”, pp. 5-6.

<sup>73</sup> *Ibid.*, p. 6.

<sup>74</sup> FRANÇA, *op. cit.*, p. 385.

finalidade da redação Lei das S.A. não foi determinar uma proibição, mas conferir às partes liberdade negocial para estruturar operações que pudessem alcançar esse resultado.

Para reforçar essa ampla liberdade, os autores comentam que o art. 224, I, da Lei das S.A. não restringe as classes e espécies de ações que podem ser conferidas aos acionistas. Não existe uma obrigação de substituir ações ordinárias da incorporada por ações ordinárias da incorporadora, tampouco um impedimento para se atribuir ações preferenciais compulsoriamente resgatáveis. O fato de essas ações serem imediatamente resgatadas apenas significa que, posteriormente, elas serão submetidas a um regime jurídico diferente, mas isso não faz com que elas percam a natureza jurídica de ações.<sup>75</sup>

A segunda linha argumentativa da Tese Permissiva consiste no entendimento de que os acionistas da incorporada não fazem jus à prerrogativa de receberem, na incorporadora, uma participação equivalente à anterior. Essa linha se subdivide em dois pontos centrais. O primeiro se trata do argumento de que não existe um direito essencial de permanecer sócio. Além de não estar positivado no rol do art. 109 ou em qualquer outro dispositivo da Lei das S.A.,<sup>76</sup> há diversas operações em que esse suposto direito pode ser derogado por decisão da maioria, como a redução de capital social (art. 173), o resgate acionário e a exclusão do acionista remisso (art. 107, II).<sup>77</sup> Além disso, Nelson Eizirik comenta que a legislação não estabelece qualquer critério ou método de avaliação da relação de substituição, podendo inclusive que a incorporada e a incorporadora tenham seus patrimônios líquidos avaliados por metodologias distintas.<sup>78</sup>

Por sua vez, Peter Sester cita que a própria decisão de dissolução da companhia seria um exemplo claro que afasta o argumento do direito de permanecer sócio, pois tal deliberação cabe à maioria da assembleia geral de acionistas. Essa é uma hipótese na qual “todos os acionistas perderão o *status* de acionista, incluindo os dissidentes da deliberação”<sup>79</sup>. O autor também critica a afirmação de que o direito de permanecer sócio é um pressuposto para assegurar a efetividade dos outros direitos essenciais. Essa

---

<sup>75</sup> Proc. 19957.007885/2018-34. Documento “[26]-0587895\_Manifestacao”, p. 23.

<sup>76</sup> WAISBERG, Ivo. Parecer: Reorganização Societária Implementada por Meio da Combinação de Negócios Jurídicos. Inexistência de Fraude à Lei. In: CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Termos: Homenagem a Nelson Eizirik**. V. 1, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 564-565; SESTER, op. cit., p. 396.

<sup>77</sup> Ibid., p. 24.

<sup>78</sup> Proc. 19957.007885/2018-34. Documento “[13]-0583178\_Resposta”, p. 12.

<sup>79</sup> SESTER, op. cit., p. 397.

assertiva seria bastante genérica, porque, para que o acionista seja titular e possa exercer qualquer direito, ele sempre dependerá da condição de *status socii*.<sup>80</sup>

Já o segundo ponto alega que a transposição da condição de acionista para a incorporadora não é um elemento que estará presente em todas as incorporações, pois é possível implementar incorporações que não resultam na emissão de ações. Os dois exemplos que comprovam essa afirmação são (i) a incorporação de sociedades deficitárias e (ii) a incorporação de subsidiária integral. No primeiro caso, como a sociedade apresenta patrimônio líquido negativo, a sua incorporação não acarretará um aumento do capital social da incorporadora e, logo, não ocorrerá a emissão de ações aos acionistas da incorporada. Na segunda situação, devido ao fato de que a subsidiária integral será incorporada pelo seu único acionista, também não se justifica a emissão de novas ações a esse mesmo acionista.<sup>81</sup>

Deve-se apenas ressaltar que esse entendimento, manifestado especificamente por Otávio Yazbek, não foi acatado pelo ex-Diretor Pablo Renteria, pois, nos exemplos indicados, a emissão de ações não ocorre por razões práticas. Essa é uma característica distinta do caso Fibria e Suzano, no qual a conversão de ações preferenciais em dinheiro se justificou por uma questão negocial.<sup>82</sup> Portanto, para o ex-Diretor, é fundamental que as incorporações envolvam a substituição de ações – embora isso não impacte o seu posicionamento alinhado com a Tese Permissiva.

Em terceiro lugar, os autores entendem que existem outras operações lícitas que poderiam ser implementadas para se atribuir dinheiro no âmbito de uma incorporação. Uma dessas operações é a redução de capital social por excesso seguida de incorporação de outra sociedade: como efeito da redução de capital, os acionistas recebem dinheiro anteriormente à incorporação. Essa técnica foi analisada no Processo CVM nº RJ 2008/4156, e a CVM não teria identificado irregularidades quanto ao pagamento em dinheiro.<sup>83</sup>

Outra operação mencionada se refere ao Processo CVM nº RJ2011/9011, no qual uma companhia implementou, em favor aos seus acionistas, uma bonificação em ações preferenciais resgatáveis. Após o resgate dessas ações, foi realizada uma incorporação, cuja relação de troca considerou o a atribuição de dinheiro aos acionistas.<sup>84</sup> O mesmo

---

<sup>80</sup> Ibid., pp. 396-397.

<sup>81</sup> Proc. 19957.007885/2018-34. Documento “[26]-0587895\_Manifestacao”, pp. 29-30.

<sup>82</sup> Proc. SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46. Voto do Diretor Pablo Renteria, p. 2.

<sup>83</sup> Proc. 19957.007885/2018-34. Documento “[26]-0587895\_Manifestacao”, pp. 15-16.

<sup>84</sup> Ibid., pp. 15-16.

resultado também poderia ser atingido mediante uma distribuição extraordinária de dividendos.<sup>85</sup> O aspecto relevante a se notar nesses exemplos é que todos eles são formas de atribuir algum pagamento em dinheiro aos acionistas, e que dependem apenas da aprovação da maioria do capital social.

## **6.2. Procedimento de Realização da Assembleia Geral**

Conforme se extrai dos argumentos da Tese Permissiva, a legitimidade de uma incorporação com emissão de ações resgatáveis não depende da aplicação das normas sobre resgate parcial, tampouco da obtenção do consentimento expresso de cada acionista da companhia incorporada. Além disso, a Tese Permissiva não sugere procedimentos distintos para sociedades controladas e de capital pulverizado. O fato de a reorganização ter sido negociada e aprovada em assembleia pelo controlador da companhia a ser incorporada não influencia, por si só, na legitimidade da entrega de ações resgatáveis. Logo, em qualquer caso, basta a realização da assembleia geral de acionistas e da observância das demais regras sobre incorporações.

No entanto, os autores não defendem uma liberdade totalmente irrestrita nas reorganizações societárias. Eles entendem que determinados limites devem ser respeitados: (i) a garantia do tratamento isonômico aos acionistas, especialmente entre controladores e minoritários, e (ii) o atendimento ao interesse social da incorporada<sup>86</sup>. Para atestar a observância a esse segundo limite, um elemento a ser considerado é, por exemplo, a independência das partes que negociaram os termos da operação.<sup>87</sup>

Por fim, percebe-se que a Tese Permissiva possibilita até mesmo a implementação de uma *freeze-out merger*. Mesmo que determinados acionistas votem contrariamente à reorganização ou não se manifestem, eles estarão vinculados à decisão majoritária e, caso seja aprovada, serão forçados a receber as ações resgatáveis de emissão da incorporadora.

## **7. Compatibilização das Reorganizações com a Lei das S.A.**

A questão sobre a licitude de incorporações com emissão de ações resgatáveis reside em identificar se elas se enquadram no conceito de negócios jurídicos que têm a finalidade de “fraudar lei imperativa”, os quais são considerados nulos pelo art. 166, VI,

---

<sup>85</sup> Proc. SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46. Voto do Diretor Pablo Renteria, pp. 6-7.

<sup>86</sup> Proc. SEI nº 19957.007885/2018-34 e 19957.007756/2018-46. Voto do Diretor Pablo Renteria, p. 8.

<sup>87</sup> Proc. 19957.007885/2018-34. Documento “[26]-0587895\_Manifestacao”, pp. 15-16.

do CC.<sup>88</sup> Para que seja possível compreender os limites dessa análise, é necessário compreender quais são as características da fraude à lei.

De acordo com Regis Fichtner, são necessários apenas dois requisitos para que a fraude à lei esteja configurada. O primeiro é a presença de norma imperativa incidente sobre a situação em questão. Por “imperativa”, pode entender-se como sinônimo de norma cogente, que é aquela que seus destinatários não podem deixar de observar.<sup>89</sup> A finalidade de tais normas é evitar a ocorrência de alguma consequência jurídica considerada prejudicial à ordem pública. De forma distinta, as normas dispositivas não podem ser fraudadas, já que manifestações de vontade contrárias a elas são suficientes para afastá-las<sup>90</sup>.

O segundo requisito é a realização de negócio jurídico indireto com a finalidade de produzir o resultado vedado pela norma imperativa. O negócio fraudulento viola o “espírito” da norma cogente, e não a norma em si. Caso violasse a lei de forma direta, seria apenas classificado como um ato contrário a ela. Para que realmente haja fraude, é necessário que a conduta realizada esteja formalmente em consonância com alguma norma permissiva, mas que resulta as consequências que a norma imperativa busca impedir.<sup>91</sup>

Portanto, a fraude à lei pode ser compreendida como uma situação em que há a contradição entre uma norma permissiva e uma norma cogente. A primeira serve como fundamento legal para justificar a “roupagem” adotada pelo negócio jurídico, cuja finalidade é evitar uma infração direta à segunda norma e produzir os efeitos proibidos.

Tendo isso em vista, este trabalho se dedicará a identificar se, conforme as Teses Proibitiva e Restritiva, existe de fato alguma norma cogente que deve ser observada nas incorporações com emissão de ações resgatáveis, ou se, segundo a Tese Permissiva, há uma liberdade maior para se estruturar essas operações. Para isso, dentre os diversos argumentos apresentados, a análise abordará as duas questões que têm um impacto direto com a identificação de uma eventual norma cogente: (i) a existência de um suposto direito essencial de permanecer sócio e (ii) a necessidade de preservar e transpor a participação acionária para a incorporadora.

---

<sup>88</sup> “Art. 166. É nulo o negócio jurídico quando: [...] VI - tiver por objetivo fraudar lei imperativa”.

<sup>89</sup> PEREIRA, Regis Fichtner. **A Fraude à Lei**. Rio de Janeiro: Renovar, 1994, p. 5.

<sup>90</sup> *Ibid.*, pp. 28-29.

<sup>91</sup> *Ibid.*, p. 29.

## 7.1. O Direito Essencial de Permanecer Sócio

Conforme explicado acima, normas cogentes são aquelas que não podem ser derogadas pela vontade de terceiros ou do próprio titular do direito. Os direitos essenciais se enquadram nessa categoria, tendo em vista que os seus titulares não podem renunciá-los nem serem privados deles pelo estatuto social ou por decisão majoritária tomada em assembleia de acionistas.<sup>92</sup> Essas características, no entanto, não estão presentes no alegado direito de permanecer sócio, pois diversos dispositivos da Lei das S.A. conferem à maioria acionária o poder de derogá-lo.

Os autores da Tese Permissiva fornecem diversos exemplos que indicam isso, tais como a hipótese de dissolução de companhia, a possibilidade de resgatar qualquer classe ou espécie de ação mediante assembleia especial, a exclusão do acionista que não integralizou suas ações, o resgate direcionado das ações remanescentes previsto no art. 4º, § 5º da Lei das S.A. e a alteração das condições de resgate de uma classe de ações preferenciais (art. 136, II e § 1º)<sup>93</sup>. Nenhuma dessas situações exige a unanimidade dos acionistas da companhia ou consentimento individual de cada um, e sim apenas a maioria do capital votante. É verdade que, nos casos de alteração das condições e de resgate de uma classe específica de ações, é necessário que ocorra uma assembleia especial dos acionistas atingidos, mas a aprovação depende somente da maioria dos presentes.

A Tese Proibitiva, de fato, reconhece todos esses exemplos citados como hipóteses legais em que o acionista pode ser compelido a deixar a sociedade ou ter sua participação reduzida. No entanto, a conclusão extraída é outra: tais dispositivos seriam situações excepcionais ao direito de permanecer sócio. Em outras palavras, as situações mencionadas não apontam para a inexistência desse direito essencial, mas justamente para a sua existência, que deve ser respeitado quando não ocorrer a incidência de uma das hipóteses legais. Entendo que esse raciocínio não tem cabimento.

Preliminarmente, deve-se constatar que a afirmação “o direito de permanecer sócio existe” é diferente de dizer que “o direito de permanecer sócio existe *como um*

---

<sup>92</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. V. 2, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 384.

<sup>93</sup> “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: [...] II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; [...] § 1º Nos casos dos incisos I e II, a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação ou da ratificação, em prazo improrrogável de um ano, por titulares de mais da metade de cada classe de ações preferenciais prejudicadas, reunidos em assembléia especial convocada pelos administradores e instalada com as formalidades desta Lei.”

*direito essencial*". É claro que todo acionista tem, em certa medida, o direito de manter o seu *status* de acionista, o que naturalmente decorre do seu direito de propriedade sobre as ações. Afinal, se um investidor adquire ações, cabe a ele próprio decidir o que fazer com elas (se irá vendê-las, mantê-las em seu patrimônio etc.). Embora haja situações legais nas quais ele poderá ser obrigado a perder sua participação, elas não eliminam o seu direito de continuar acionista até o momento em que não lhe for mais conveniente. Por exemplo, se a administração de uma sociedade decide efetuar o resgate parcial de ações ordinárias, haveria claramente um descumprimento ao direito de manter a condição de acionista (ou ao direito de propriedade), pois esse resgate somente poderia ocorrer mediante deliberação da assembleia geral de acionistas. Logo, fora da incidência das hipóteses legais, o direito de permanecer sócio deve ser sim observado.

Entretanto, para concluir se um direito de acionista é essencial, não basta apenas constatar a sua existência. Conforme dito antes, ele deve ser inderrogável pela maioria acionária ou pelo estatuto social. Se o referido direito não constar no rol do art. 109 da Lei das S.A., será necessário verificar se existem dispositivos que atribuem à maioria dos acionistas o poder de derogá-lo, e em quais condições o exercício desse poder é permitido. Assim, considerando especialmente que não há restrições ao momento nem à classe ou espécie de ações que podem ser resgatadas, bem como há possibilidade de o estatuto social prever ações preferenciais resgatáveis, tais normas devem ser compreendidas como regras gerais, ao invés de exceções específicas ao direito de continuar sócio.

Para reforçar essa conclusão, podemos utilizar uma comparação entre o direito de permanecer sócio e o direito de voto. Considera-se pacificamente que o direito de voto não se qualifica como um direito essencial, porque, além de não estar fixado no art. 109, o estatuto social pode prever classes de ações preferenciais sem direito a voto, nos termos do art. 15, §2º, da Lei das S.A.<sup>94</sup> Se essa característica já é considerada suficiente para desqualificar o direito de voto como essencial, o mesmo raciocínio deveria ser aplicado ao direito de permanecer sócio, tendo em vista que o estatuto pode prever classes de ações preferenciais resgatáveis. A possibilidade de excepcionar o direito continuar sócio é até mesmo mais ampla que a de suprimir o direito de voto, pois o resgate pode abranger

---

<sup>94</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. V. 1, 3ª ed., rev. e ampl., São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 226.



classes de ações ordinárias e a definição de uma classe de ações preferenciais resgatáveis não depende da atribuição de uma preferência ou vantagem específica.<sup>95</sup>

Afastado esse argumento da Tese Proibitiva, pode-se perguntar se a ausência de um direito essencial de permanecer sócio implicaria na perda da efetividade dos direitos essenciais. Entendo que não. Primeiramente, acompanho o ponto de que esse argumento é bastante genérico, já que os direitos sociais também dependem da condição de acionista, conforme afirmado por Peter Sester<sup>96</sup>. Em segundo lugar, embora seja questionável o que se pretende dizer por “efetividade” ou “eficácia” de direitos essenciais, ela está ligada a outros elementos.

Se pensarmos em “eficácia jurídica”, ou seja, na produção de efeitos no âmbito jurídico, o exercício de um direito essencial terá o pressuposto de que o seu titular é um acionista – fato do qual não se pode extrair logicamente um “direito essencial de permanecer sócio”. Se pensarmos em “eficácia prática”, no sentido de observância aos direitos essenciais dos acionistas pelos controladores, ela dependerá de inúmeros fatores, especialmente quanto ao desenvolvimento de mecanismos jurídicos e factuais que assegurem o cumprimento de regras no mercado brasileiro. Porém, não é a qualificação do direito de permanecer sócio como um direito essencial que irá influenciar significativamente nesse tipo de efetividade.

## **7.2. Transposição da Participação Societária em Incorporações**

Superada a discussão sobre o direito essencial de permanecer sócio, deve-se analisar se o regime da incorporação exige que a participação dos acionistas da incorporada deve ser preservada e transposta para a incorporadora. As três abordagens partem do mesmo ponto para se chegar a conclusões diferentes: a redação dos dispositivos sobre incorporações.

A Tese Permissiva considera que não há vedação à atribuição indireta de dinheiro ou ativos, tendo em vista que a Lei das S.A. não estabelece qualquer método específico de avaliação dos patrimônios envolvidos ou critérios para fixar a relação de troca. Adicionalmente, a ausência de uma autorização expressa a isso não pode ser interpretada como proibição. Por outro lado, as Teses Proibitiva e Restritiva entendem que a legislação estabeleceu critérios para uma avaliação patrimonial cuidadosa e para evitar abusos por parte dos controladores. A previsão expressa à entrega de ações da incorporadora também

---

<sup>95</sup> Art. 17, §1º, Lei das S.A.

<sup>96</sup> SESTER, op. cit., pp. 396-397.

seria um indicativo de que há uma proibição ao emprego de outros ativos em incorporações. A diferença entre esses dois entendimentos reside na definição do procedimento adequado para superar essa proibição.

A primeira questão a ser analisada é: a legislação adota critérios específicos para a definição da relação de troca? Não. O próprio art. 224, em seu inciso I, afirma que cabe às administrações ou sócios das companhias definir “os critérios utilizados para determinar as relações de substituição”, os quais deverão constar no protocolo, junto com “o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão”. Especificamente quanto à avaliação das companhias, o inciso III do mesmo dispositivo também delegou às partes a definição “critérios de avaliação do patrimônio líquido”. Os dispositivos sobre reorganizações são bastante permissivos acerca da avaliação de patrimônio. O que eles exigem de fato é a nomeação de peritos para realizar o cálculo do patrimônio líquido, mas a definição dos métodos a serem empregados depende de decisão das partes.

A reorganização que envolve um cuidado maior é no caso de incorporação de companhia controlada. O *caput* do art. 264 determinou que deve ser elaborado um laudo no qual os patrimônios líquidos da controlada e da controladora sejam avaliados a preços de mercado e segundo aos mesmos critérios. Entretanto, tal laudo tem uma função meramente informativa aos minoritários, para fins do direito de recesso previsto no § 3º, sendo possível que o protocolo estabeleça outros critérios<sup>97</sup>. Portanto, até mesmo para uma incorporação entre partes relacionadas – operação que naturalmente há uma preocupação maior em relação a abuso pelo controlador – a Lei das S.A. confere ampla liberdade às partes para a negociação dos termos de uma reorganização societária.

Passa-se, então, ao segundo ponto de debate: a previsão legal unicamente à entrega de ações da incorporadora traduz uma regra permissiva, proibitiva ou restritiva à não conservação da participação dos acionistas da incorporada? Analisando, por si só, os dispositivos que contêm essa previsão, não é possível se chegar a uma resposta. No entanto, se recordarmos as normas do art. 136, II e § 1º, e do art. 44, § 4º, da Lei das S.A., será possível responder a essa questão sob uma ótica de alocação de risco.

O art. 136, II e § 1º prevê a possibilidade de alterar as condições de resgate de uma classe de ações preferenciais. Com base nele, ações preferenciais não-resgatáveis podem

---

<sup>97</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. V. 4, 3ª ed., rev. e ampl., São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 482.

passar a ser ações preferenciais compulsoriamente resgatáveis pela administração da companhia. Para que tal mudança ocorra, é necessário obter a aprovação da assembleia geral e da assembleia especial dos acionistas prejudicados, a qual poderá preceder ou ser posterior à assembleia geral. Por sua vez, o art. 44, § 4º que adota uma lógica semelhante. Mesmo que as ações não tenham a característica de serem resgatáveis, a assembleia especial pode proceder ao resgate parcial ou total das ações. É importante notar que tanto ações preferenciais quanto ordinárias estão abrangidas por essa norma, apesar de as ordinárias apenas admitirem o resgate parcial.

Portanto, todo acionista está sujeito ao risco de, a qualquer tempo, sofrer a perda de no mínimo parcela das suas ações, desde que por deliberação da assembleia especial. Já o preferencialista também corre um segundo risco: mesmo que tenha comprado ações preferenciais não resgatáveis, ele está submetido ao risco de que os demais acionistas suprimam essa característica e transformem suas ações em resgatáveis, o que deverá ocorrer mediante decisões das assembleias geral e especial. Assim, percebe-se que a proposta da Tese Proibitiva não está em consonância com a legislação. Seria incongruente se, por um lado, a Lei das S.A. submetesse qualquer acionista ao risco de perder parte de suas ações mediante decisão da maioria e, por outro lado, exigisse unanimidade dos sócios para que fosse legítimo fazer o mesmo no âmbito de uma incorporação.

Da mesma forma, o raciocínio rebate a Tese Permissiva. Afinal, como o risco autorizado por lei é de o acionista ter sua participação resgatada após a decisão de uma assembleia especial, a realização de assembleia geral não seria suficiente para aprovar uma incorporação com emissão de ações resgatáveis. Além disso, se tal reorganização almejasse alcançar o mesmo resultado que um resgate parcial, eventual aprovação em assembleia especial demandaria a realização do sorteio.

Contudo, de acordo com a Tese Permissiva, pode-se contra-argumentar dizendo que a deliberação de dissolução da companhia depende tão somente de assembleia geral, bem como há outras operações com as quais se pode atingir resultado idêntico ao de uma incorporação com emissão de ações resgatáveis (por exemplo, redução de capital social seguida de incorporação).

Primeiramente, deve-se reconhecer que o acionista realmente está submetido ao risco de a assembleia geral deliberar pela dissolução da companhia. Porém, considerando que a Lei das S.A. classifica como abuso do poder de controle a liquidação de companhia próspera, é possível afirmar que o risco de perda legítima da participação decorrente da dissolução ocorreria somente nas situações em que a companhia deixou de ser próspera –

um risco bem mais específico quando comparado ao do resgate. Adicionalmente, se pensarmos que a dissolução é, em essência, um “resgate” da totalidade das ações de uma companhia, veríamos que há, na verdade, uma extensão da lógica do art. 44, § 4º para essa operação, tendo em vista que a assembleia geral para deliberar a dissolução não deixa de ser a assembleia de todos os acionistas atingidos.

Quanto às operações combinadas, não se pode afirmar, de antemão, que todas elas são lícitas. Alguns autores da Tese Permissiva mencionaram o Processo CVM nº RJ 2008/4156, no qual a CVM não teria encontrado irregularidades na combinação da redução de capital social com uma incorporação. Contudo, nesse mesmo caso, o ex-Diretor Marcos Pinto entendeu que a referida diminuição teve a legítima finalidade de excluir caixa e ativos não operacionais do negócio, ou seja, o capital em excesso. Logo em seguida, ele demonstrou um posicionamento contrário à livre atribuição de dinheiro em incorporações:

é preciso deixar claro desde já que, caso venhamos a nos deparar com incorporações de fachada, utilizando sociedades holding sem ativos operacionais e pagamentos em dinheiro disfarçados, deveremos aplicar a disciplina da fraude à lei, exigindo a realização da oferta pública.<sup>98</sup>

Portanto, esse precedente serve, na verdade, como um indicativo para a necessidade de se avaliar especificamente a legalidade de reorganizações com efeitos semelhantes a incorporações com atribuição de ações resgatáveis.

Ademais, embora determinadas operações sejam realmente compatíveis com a Lei das S.A., nem sempre elas alcançarão exatamente os mesmos resultados dessas incorporações, porque cada uma delas terá suas próprias restrições. Por exemplo, a distribuição extraordinária de lucros é uma medida que contribui para ajustar a relação de troca de ações, tendo em vista que os dividendos entregues aos acionistas serão considerados nesse cálculo. Todavia, essa técnica está limitada ao lucro líquido registrado na contabilidade da companhia. Caso haja o interesse de realizar um ajuste maior na relação de substituição, será preciso combinar a distribuição extraordinária com uma outra medida. Logo, a licitude de outras reorganizações não pode ser compreendida como uma forte evidência à legalidade entrega ações resgatáveis, embora seja razoável entendê-las como um indício.

---

<sup>98</sup> CVM. Processo CVM nº RJ2008/4156. Rel. Dir. Sergio Weguelin, j. em 17.06.2008. Voto do Diretor Marcos Pinto, p. 2.

A última objeção da Tese Permissiva a ser analisada é se o tratamento igualitário entre acionistas no momento do resgate não seria suficiente para conferir legitimidade às reorganizações. De fato, o instituto do resgate visa assegurar isonomia e impessoalidade, de maneira que ele não seja utilizado para excluir determinado acionista da sociedade, mas, no caso de resgate parcial, o procedimento optado pelo legislador para garantir esse tratamento equânime foi a realização de sorteio. Essa opção, no entanto, não deixa de ser questionável, já que, na prática, o sorteio pode causar uma redução desigual entre as participações dos acionistas.

Por fim, confrontando a ótica baseada no risco do acionista com a Tese Restritiva, é possível afirmar que ela não está inteiramente correta. Embora essa tese exija que, para determinados casos, será necessário realizar o sorteio e a assembleia especial no âmbito da incorporada, esse é um procedimento exageradamente restritivo. Essa restrição excessiva, no entanto, não decorre da observância das regras sobre resgate parcial, mas sim de outros fatores considerados pela Tese Restritiva.

Conforme visto, alguns desses fatores são as estruturas da reorganização e das companhias envolvidas, tais como a presença de controladores e de um “contexto de alienação de controle”. Porém, considerando que o próprio art. 116, p.u., da Lei das S.A. reconhece que o controlador tem o poder-dever de direcionar a companhia ao seu interesse social, não se pode considerar a mera existência desse acionista como um motivo de impor a realização do sorteio e de assembleia especial.<sup>99</sup> Além disso, não ficou claro como estruturas de controle impactam na classificação de uma norma como imperativa. Se as regras de sorteio e assembleia especial são cogentes, elas serão cogentes para todas as companhias, independentemente da distribuição do capital votante.

O outro fator considerado pela Tese Restritiva é a aplicabilidade de normas autorregulatórias às sociedades envolvidas. Por exemplo, se uma companhia aderiu às normas do Novo Mercado, ela estará impedida de emitir ações preferenciais e, logo, uma emissão com ações preferenciais resgatáveis seria, no mínimo, um indício de fraude a essa proibição. O equívoco desse raciocínio reside em pressupor que o instituto de “fraude à lei” engloba regras da autorregulação. O art. 166, IV, do Código Civil, prevê

---

<sup>99</sup> “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: [...] Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

expressamente que o negócio jurídico será nulo quando “tiver por objetivo fraudar lei imperativa”, não havendo margem para que regras autorregulatórias – cuja força vinculante decorre do próprio consentimento da companhia<sup>100</sup> – sejam equiparadas a normas cogentes. Logo, deve-se considerar estritamente o que está disposto na Lei das S.A. para se realizar uma análise da fraude à lei.

Além disso, o Regulamento do Novo Mercado atualmente vigente dispõe, no art. 46, que se a reorganização societária resultar na transferência dos acionistas da companhia listada, a sociedade para a qual eles foram transferidos deverá solicitar o ingresso no Novo Mercado dentro de 120 dias, contados a partir da deliberação da assembleia geral sobre a reorganização. Se a sociedade resultante não pretender ingressar nesse segmento, a maioria do *free float* presente na assembleia geral deverá concordar com a transferência.<sup>101</sup>

No caso de uma estrutura com *holding* intermediária, pode-se questionar se a referida concordância deve ser observada na transferência da base acionária para a *holding*, tendo em vista que ela não tem o objetivo de ingressar no segmento, mas, logo em seguida (em menos de 120 dias), a *holding* será incorporada por uma companhia do Novo Mercado. Contudo, independentemente dessa discussão, o Regulamento do Novo Mercado não proíbe a incorporação de uma companhia que aderiu a esse segmento por uma companhia não aderente, tampouco a emissão de ações preferenciais por esta última.

Feito esse ajuste à Tese Restritiva, é possível compreender que o ponto controvertido das reorganizações não está relacionado com a entrega de ações preferenciais por si só, mas sim com a atribuição de ações preferenciais *resgatáveis*. Acompanhando os argumentos da Tese Permissiva, a Lei das S.A. confere ampla liberdade negocial à definição das relações de troca no âmbito de incorporações, o que ampara a substituição de ações da incorporada por ações da incorporadora de espécies e classes distintas – mesmo que seja uma substituição de ações ordinárias por ações preferenciais.

---

<sup>100</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª ed., São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 45.

<sup>101</sup> “Art. 46 Na hipótese de reorganização societária que envolva a transferência da base acionária da companhia, as sociedades resultantes devem pleitear o ingresso no Novo Mercado em até 120 (cento e vinte) dias da data da assembleia geral que deliberou a referida reorganização. Parágrafo único. Caso a reorganização envolva sociedades resultantes que não pretendam pleitear o ingresso no Novo Mercado, a maioria dos titulares das ações em circulação da companhia presentes na assembleia geral deve dar anuência a essa estrutura.”

Dessa forma, como os acionistas estão sujeitos a esse risco de substituição, seria legítimo realizar incorporações com emissão de ações preferenciais não-resgatáveis e, em seguida, que os preferencialistas realizassem assembleia especial para (i) resgatar a totalidade dessas ações, nos termos do art. 44, § 4º, ou (ii) transformá-las em ações preferenciais resgatáveis, conforme o art. 136, II e § 1º, desde que também efetuada a assembleia geral neste caso. Como o risco da substituição é também assumido pelos investidores que adquirem ações ordinárias, não há qualquer impedimento de que eles participem de um dos procedimentos acima. Além disso, desde que o acionista controlador seja majoritário na assembleia especial, essas técnicas poderiam viabilizar eventuais *freeze-out mergers*.

Assim, respondendo à segunda questão colocada neste tópico, a previsão exclusiva à entrega de ações da incorporadora, quando analisada conjuntamente com uma interpretação baseada na alocação de risco da Lei das S.A., demonstra que a não transposição da participação acionária está sujeita a certas restrições. Essas limitações não correspondem exatamente a nenhuma das teses analisadas, mas sim se situam no “meio-termo” entre a Tese Permissiva e a Tese Restritiva. Por fim, pode-se entender que a Lei das S.A. não admite propriamente as incorporações com emissão de ações resgatáveis, mas sim incorporações com emissão de ações preferenciais seguidas de resgate, que são capazes de produzir efeitos equivalentes.

## **8. Conclusão**

Este trabalho teve por objetivo realizar uma análise descritiva e normativa das incorporações com emissão de ações resgatáveis sob a Lei das S.A. Para isso, primeiro foi feita uma breve contextualização sobre como as legislações da União Europeia dos Estados Unidos – especialmente a de Delaware – regulam a contrapartida no âmbito de incorporações. Notou-se que a União Europeia determina que a contraprestação seja composta por ações de emissão da incorporadora, limitando a entrega de dinheiro ao percentual de 10% do valor das ações.

Por outro lado, os Estados Unidos conferem uma ampla liberdade quanto à atribuição de dinheiro, títulos de dívida, de participação e quaisquer outros ativos. Nessa jurisdição, há as operações denominadas *freeze-out mergers*, que consistem no uso do poder de controle para retirar acionistas minoritários da companhia mediante uma incorporação sem contrapartida em ações.

Em seguida, embora a Lei das S.A. apenas mencione que a contrapartida deve ser composta por ações da incorporadora, constatou-se que o mercado brasileiro tem desenvolvido técnicas para entregar dinheiro ou outros ativos aos acionistas da incorporada. Nesse contexto, há as incorporações com emissão de ações resgatáveis, que podem assumir diferenças relevantes entre si. As principais variações dizem respeito à estruturação das etapas das reorganizações, aos ativos conferidos mediante o resgate, e à existência de uma possibilidade de escolha entre ativos diferentes.

Para introduzir a análise normativa, foram apresentadas as etapas da reorganização entre Fibria e Suzano e as decisões tomadas pelos órgãos da CVM. Após isso, alguns tópicos se dedicaram à explicação dos argumentos discutidos no caso. Foi possível identificar a existência de três entendimentos distintos sobre incorporações com emissão de ações resgatáveis: (i) a Tese Proibitiva, que entende ser necessário obter o consentimento de todos os acionistas para conferir legitimidade às reorganizações; (ii) a Tese Restritiva, cujo enfoque se dá em relação à observância das regras de sorteio e de convocação de assembleia especial; e (iii) a Tese Permissiva, a qual defende a realização de assembleia geral como suficiente para que a operação seja lícita.

Expostos os três entendimentos, foi feita uma análise voltada às discussões sobre o direito essencial de permanecer sócio e sobre a necessidade de transposição da participação acionária para a incorporadora. Em relação ao primeiro ponto, entendeu-se que o referido direito realmente existe, mas não que não poderia ser qualificado como essencial. Quanto à segunda questão, buscou-se abordá-la a partir de uma ótica diferente das que foram propostas pelas teses.

Com isso, concluiu-se que as incorporações com emissão de ações resgatáveis, deliberadas exclusivamente pela assembleia geral, não são suficientes para assegurar legitimidade a essa reorganização. O procedimento mais adequado ao qual se chegou é que as incorporações emitam ações preferenciais não-resgatáveis e, na segunda etapa, haja uma assembleia especial dos preferencialistas para deliberar pelas alterações das condições de resgate ou pelo resgate.



## **Bibliografia**

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. V. 2, São Paulo: Saraiva, 2011.

CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. Nova York: Aspen Law and Business, 1986.

FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.: Pareceres**. V. II, Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Possibilidade de Emissão de Ações Preferenciais Resgatáveis Mediante Parte Direito e Parte em Ações – Parecer. In: CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Termas: Homenagem a Nelson Eizirik**. V. 1, São Paulo: Quartier Latin, 2021.

GUERREIRO, Cláudio; HANSZMANN, Felipe. Notas sobre Operações de Incorporação com Emissão de Ações Preferenciais Resgatáveis no Regime da Lei 6.404/76. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. V. 1, São Paulo: Quartier Latin, 2019.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Relação de Troca na Incorporação com Contraprestação em Dinheiro. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. V. 2, São Paulo: Quartier Latin, 2019.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. A Contraprestação em Dinheiro nas Operações de Incorporação de Ações: Freeze-Out Merger no Brasil? In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano**. V. 1, São Paulo: Quartier Latin, 2019.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei (arts. 189 a 300)**. V. 3, Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Cash-Out Mergers e o Direito Brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Termas: Homenagem a Nelson Eizirik**. V. 1, São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. V. 1, 3ª ed., rev. e ampl., São Paulo: Quartier Latin, 2021.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. V. 4, 3ª ed., rev. e ampl., São Paulo: Quartier Latin, 2021.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª ed., São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 45.

PALMITER, Alan R. **Corporations**. 8ª ed., Nova York: Wolters Kluwer, 2015.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Reorganização. In: ALFREDO, Lamy Filho; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). **Direito das Companhias**. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense.

PEREIRA, Regis Fichtner. **A Fraude à Lei**. Rio de Janeiro: Renovar, 1994.

REYES, Francisco. **Direito Societário Americano: Estudo Comparativo**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale; PARENTE, Daniele Bittencourt Coujil. Análise dos Aspectos Legais da Operação de Incorporação com Entrega de Ações Imediatamente Resgatáveis Aos Acionistas da Incorporada. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. **Sociedades**

**Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano.** V. 2, São Paulo: Quartier Latin, 2019.

SESTER, Peter Christian. A Relatividade do Princípio da Manutenção do Capital e a Tipologia da Lei das S.A. sobre Reorganização. In: CUNHA, Fernando Antonio Maia; NETO, Alfredo Sérgio Lazzreschi (coord.). **Direito Empresarial Aplicado.** V. 2, São Paulo: Editora Contracorrente, 2022.

VENTORUZZO, Marco. Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals, **Virginia Journal of International Law**, v. 50, nº 4, 2010. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1505485](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1505485). Acessado em 03.12.2022.

WAISBERG, Ivo. Parecer: Reorganização Societária Implementada por Meio da Combinação de Negócios Jurídicos. Inexistência de Fraude à Lei. In: CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Termas: Homenagem a Nelson Eizirik.** V. 1, São Paulo: Quartier Latin, 2021.

## Anexo

<b>Data das AGE</b>	<b>Estrutura</b>	<b>Emissor das ações resgatáveis</b>	<b>Ativos atribuídos aos acionistas mediante o resgate</b>
24.10.2022	Incorporação de ações da Dommo Energia S.A. pela Petro Rio OpCo Exploração Petrolífera S.A.	Petro Rio OpCo Exploração Petrolífera S.A. (incorporadora final)	Ações ordinárias de emissão da Petro Rio S.A. ou dinheiro, dependendo da classe de ações preferenciais resgatáveis optada pelos acionistas.
18.08.2022	Incorporação de ações do Instituto Hermes Pardini S.A. pela Oxônia SP Participações S.A., seguida da sua incorporação pela Fleury S.A.	Oxônia SP Participações S.A. (incorporadora intermediária)	Dinheiro.
08.06.2022	Incorporação de ações da BR Malls Participações S.A. pela Dolunay Empreendimentos e Participações S/A, seguida da sua incorporação pela Aliance Sonae Shopping Centers S.A.	Dolunay Empreendimentos e Participações S/A (incorporadora intermediária)	Dinheiro.
12.05.2022	Incorporação de ações do Banco Inter S.A. pela Inter Holding Financeira S.A.	Inter Holding Financeira S.A. (incorporadora final)	BDRs de emissão da Inter Plataforma ou dinheiro, dependendo da classe de ações preferenciais resgatáveis optada pelos acionistas.
15.02.2022	Incorporação de ações da CESP – Companhia Energética de São Paulo pela VTRM Energia Participações S.A.	VTRM Energia Participações S.A. (incorporadora final)	Dinheiro.
04.02.2022	Incorporação de ações da Focus Energia Holding Participações S.A. pela Eneva II Participações S.A., seguida da sua incorporação pela Eneva S.A.	Eneva II Participações S.A. (incorporadora intermediária)	Dinheiro.
14.09.2021	Incorporação de ações da Cia Hering pela Cidade Maravilhosa Indústria e Comércio de Roupas S.A., seguida da sua incorporação pelo Grupo de Moda Soma S.A.	Cidade Maravilhosa Indústria e Comércio de Roupas S.A. (incorporadora intermediária)	Dinheiro.

29.03.2021	Incorporação de ações de Notre Dame Intermédica Participações S.A. pela Hapvida Participações e Investimentos II S.A., seguida da sua incorporação pela Hapvida Participações e Investimentos S.A.	Hapvida Participações e Investimentos II S.A. (incorporadora intermediária)	Dinheiro.
24.03.2021	Incorporação de ações da Smiles Fidelidade S.A. pela Gol Linhas Aéreas S.A. (entrega em dinheiro), seguida da sua incorporação de ações pela Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (entrega em dinheiro).	Gol Linhas Aéreas S.A. e Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (incorporadora intermediária e incorporadora final)	Dinheiro.
17.11.2020	Incorporação de ações da Linx S.A. pela STNE Participações S.A.	STNE Participações S.A. (incorporadora final)	Ações Classe A ou BDRs de emissão da StoneCo Ltd. ou dinheiro, dependendo da classe de ações preferenciais resgatáveis optada pelos acionistas.
13.09.2018	Incorporação de ações da Fibria Celulose S.A. pela Eucalipto Holding S.A., seguida da sua incorporação pela Suzano Papel e Celulose S.A.	Eucalipto Holding S.A. (incorporadora intermediária)	Dinheiro.
20.05.2016	Incorporação de ações da CETIP S.A. – Mercados Organizados pela Companhia São José Holding, seguida da sua incorporação pela BM&FBovespa S.A.	Companhia São José Holding (incorporadora intermediária)	Dinheiro.
22.10.2008	Incorporação de ações da Company S.A. pela Brascan SPE SP-3 S.A., seguida da sua incorporação pela Brascan Residential Properties S.A.	Brascan SPE SP-3 S.A. (incorporadora intermediária)	Dinheiro.
19.08.2008	Incorporação de ações da Datasul S.A. pela Makira do Brasil S.A., seguida da sua incorporação pela Totvs S.A.	Makira do Brasil S.A. (incorporadora intermediária)	Dinheiro.
19.02.2008	Incorporação da Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F S.A. e incorporação da Bovespa Holding S.A. pela Nova Bolsa S.A.	Nova Bolsa S.A. (incorporadora final)	Dinheiro.

13.12.2006	Fusão entre Submarino S.A. e Americanas.com S.A. Comércio Eletrônico, resultando na B2W – Companhia Global do Varejo.	B2W – Companhia Global do Varejo (sociedade resultante da fusão)	Dinheiro.
------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------	-----------