



Recebido: 19.07.2016

Aceito: 11.09.2016

Publicado: 30.11.2016

## REFLEXÕES SOBRE A PARTICIPAÇÃO DO ESTADO EM MINORIA DO BLOCO DE CONTROLE: O CASO DA FIBRIA S/A

REFLECTIONS ON THE STATE MINORITY SHAREHOLDING OF AN ENTERPRISE CONTROL BLOCK; THE FIBRIA S/A CASE

*Silvia Marina Pinheiro<sup>1</sup>*  
*Rio de Janeiro, Rio de Janeiro – Brasil*

*Bianca Fortes Villaca<sup>2</sup>*  
*Rio de Janeiro, Rio de Janeiro - Brasil*

### Resumo

As relações entre Estado e setor privado vem se materializando por meio de investimentos públicos na internacionalização de empresas nacionais, com o protagonismo dos bancos de desenvolvimento neste cenário. Atuante em momentos anticíclicos, tanto em fases de privatização da economia como de estatização, bancos públicos emprestam ou transformam-se em acionistas minoritários em blocos de controle de empresas privadas, em variados setores da economia. No entanto, a falta de transparência quanto aos propósitos dos investimentos e a colisão de interesses públicos e privados, acirra a discussão sobre o papel do Estado e a adequação da legislação doméstica para o trato de tais desafios. Isso se agrava, quando observam-se violações aos direitos humanos de populações afetadas por atividades econômicas de empresas, em que o Estado participa do bloco de controle acionário. O presente artigo, apresenta reflexões sobre o tema, analisando o modelo de compartilhamento do poder no caso da empresa Fibria Celulose S/A.

### Palavras-chave

Direitos Humanos e Empresas. Bancos Públicos. Desenvolvimento.

### Abstract

The relationship between state and private sector are coming true through public investment in the internationalization of national companies, with the role of development banks in this scenario. Active in countercyclical times both in privatization phases of the economy as nationalization, public banks lend or transformed into minority shareholders in private companies control blocks in various sectors of the economy. However, the lack of transparency as to the purposes of investments and the impact of public and private interests, incites discussion on the role of the state and the adequacy of domestic laws for the treatment of such challenges. It gets worse when we observe violations of human rights of people affected by economic activities of companies in which the state participates in the shareholding control block. This article presents reflections on the subject, analyzing the power sharing model if the company Fibria Celulose S/A.

### Keywords

Human Rights and Bussiness. Public banks. Development.

### Resumen

Las relaciones entre Estado y sector privado se han materializado por medio de inversiones públicas en la internacionalización de empresas nacionales, con el protagonismo de los bancos de desarrollo en este escenario. Actuante en momentos anticíclicos, tanto en fases de privatización de la economía como de estatización, bancos públicos prestan o se transforman en accionistas minoritarios en bloques de control de empresas privadas, en variados sectores de la economía. Sin embargo, la falta de transparencia cuanto a los propósitos de las inversiones y la colisión de intereses públicos y privados aumentan la discusión sobre el papel del Estado y la adecuación de la legislación doméstica para lidiar con tales desafíos. La situación empeora cuando son observadas violaciones de los derechos humanos de poblaciones afectadas por actividades económicas de empresas, en cuales el Estado participa del bloque de control accionario. El presente artículo presenta reflexiones sobre el tema, analizando el modelo de compartir el poder en el caso de la empresa Fibria Celulose S/A.

<sup>1</sup> Doutora em Direito pela UERJ e Mestre em Relações Internacionais pela PUC-RJ. Bacharel em Direito pela UERJ.

<sup>2</sup> Graduanda em Direito pela FGV-Rio.

**Palabras clave**

Derechos humanos y Empresas. Bancos Públicos. Desarrollo.

## 1. INTRODUÇÃO

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a exemplo de outros bancos de desenvolvimento públicos, especialmente na região da América Latina, guarda, historicamente, papel fundamental no fomento à industrialização e desenvolvimento econômico do país. Por meio de empréstimos ou participações acionárias em companhias, como controlador ou em minoria do capital votante, faz o Estado presente nas empresas em um mundo globalizado, oferecendo apoio financeiro em momentos anticíclicos ou ainda, capitalizando aquelas com potencial para ganhos no mercado externo. No entanto, a falta de transparência e de monitoramento quanto aos resultados dos financiamentos e investimentos, somados as frequentes violações aos princípios de Direitos Humanos e Acordos Ambientais por empresas investidas, enseja discussões sobre o papel do Estado, como acionista majoritário e minoritário em blocos de controle de empresas privadas, na proteção do interesse público e defesa dos direitos fundamentais.

O presente artigo pretende contribuir com a referida discussão analisando os principais aspectos dos estatutos do BNDES e sua subsidiária BNDESPAR, dispositivos da Lei das Sociedades Anônimas, Lei 6.404/76, com foco no exercício pelo Estado do interesse público, seja como acionista controlador ou detentor da minoria do capital votante. A Lei 6.404/76 e os estatutos supracitados darão suporte a análise que apoia-se em decisões proferidas na esfera administrativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), tendo como foco a empresa FIBRIA. O estudo é embasado em doutrina e trabalhos acadêmicos de autores contemporâneos que vem dedicando seus estudos aos novos modelos de parcerias público privadas e as consequências para o sistema jurídico no país. Antes de abordar a forma de controle da empresa FIBRIA e o papel do BNDES por meio da subsidiária BNDESPAR, a segunda parte do artigo trata das principais categorias de financiamento constantes no sistema capitalista atual, conceitualiza os modelos de sociedades anônimas, empresas públicas e controle compartilhado, refletindo sobre as relações entre público e privado, com base em decisão da CVM. Na terceira parte, o caso da Fibria Celulose S/A é destacado com suporte em informações contantes do Processo Administrativo da SEAE sobre Ato de Concentração de 2008, que dentre outros efeitos, deu surgimento a referida companhia. Na quarta e última parte são realizadas conclusões finais sobre o tema.

## 2. FINANCIAMENTO EMPRESARIAL E BNDES

A atividade empresária quando necessita de recursos financeiros para movimentar projetos faz uso de capital próprio, por meio do reinvestimento dos lucros ou de capital de terceiros. A capitalização com base em capital de terceiros pode acontecer com base no mercado de capitais (modelo norte americano), com base em bancos privados (modelo europeu) e por último, bancos públicos. Dentro de cada um desses regimes ganham vida ferramentas jurídicas garantindo recursos às atividades empresariais, seja na forma de dívida ou de participações empresariais (SHAPIRO, 2009 P. 56). O Brasil, assim como outros países da região latino-americana tem, historicamente, seu

processo de industrialização e desenvolvimento alicerçado no modelo de capitalização baseado em bancos públicos.

Reinvestimentos via capital de terceiros podem ser de duas categorias: (i) *Equity*, por meio da emissão de ações quando os novos acionistas optam por correr o risco do negócio e são remunerados através do pagamento de dividendos e do ganho de capital, quando da negociação de suas ações no mercado secundário; e (ii) *Debt*, por meio da tomada empréstimos com instituições financeiras, bem como com a emissão de debêntures. Nesta modalidade, independente do veículo utilizado, a empresa fica obrigada a devolver o montante obtido, acrescido de juros remuneratórios.

O BNDES participa da capitalização de empresas na modalidade *debt* ou de empréstimos à produção, vendas domésticas ou exportações e a BNDESPAR na modalidade *equity*, ou seja, participação acionária. Nesse caso, normalmente, adquire ações ordinárias com direito a voto e compartilha do controle das empresas em posição minoritária na forma observada no decorrer do presente artigo. Seguindo o descrito em seus estatutos, observa-se que os empréstimos e as participações do BNDES e de sua subsidiária devem estar alinhados ao desenvolvimento econômico do país. O artigo 3º do estatuto social do BNDES reza:

Art. 3º O BNDES é o principal instrumento de execução da política de investimento do Governo Federal e tem por objetivo primordial apoiar programas, projetos, obras e serviços que se relacionem com o desenvolvimento econômico e social do País.

Por meio da BNDES Participações S.A. ("BNDESPAR"), o banco de desenvolvimento atua como subscritor de valores mobiliários em empresas de capital aberto ou em empresas fechadas que no curto/médio prazo podem ingressar no mercado de capitais. Neste ponto, conforme o artigo 4º de seu estatuto social, o objeto social da BNDESPAR envolve:

**Art. 4º** A BNDESPAR tem por objeto social:

- I - realizar operações visando a capitalização de empreendimentos controlados por grupos privados, observados os planos e políticas do BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL - BNDES;
- II - apoiar empresas que reúnam condições de eficiência econômica, tecnológica e de gestão e, ainda, que apresentem perspectivas adequadas de retorno para o investimento, em condições e prazos compatíveis com o risco e a natureza de sua atividade;
- III - apoiar o desenvolvimento de novos empreendimentos, em cujas atividades se incorporem novas tecnologias;
- IV - contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, por intermédio do acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital de empresas, e
- V - administrar carteira de valores mobiliários, próprios e de terceiros. (grifos nossos)

O inciso I acima, chama atenção de dois aspectos fundamentais. Em primeiro lugar, os investimentos da BNDESPAR serão direcionados à empresas controladas por grupos privados. Em segundo lugar, tais empresas devem contar com planos de negócios em consonância com as prioridades de seu controlador integral o BNDES. Para tanto, a BNDESPAR poderá valer-se dos seguintes mecanismos, segundo seu artigo 5º:

**Art. 5º** O apoio financeiro de que trata o artigo anterior consistirá fundamentalmente nas seguintes formas de colaboração:

- I - subscrição e integralização de valores mobiliários e, em se tratando de ações, preferencialmente em proporções minoritárias;

- II - garantia de subscrição de ações ou de debêntures conversíveis em ações ou de bônus de subscrição;
- III - aquisição e venda de valores mobiliários no mercado secundário; e
- IV - outras formas de colaboração compatíveis com o objeto social da BNDESPAR. (grifos nossos)

O BNDES é uma empresa pública e a BNDESPAR, sua subsidiária integral, sociedade por ações, devendo obediência a lei das Sociedade Anônimas, Lei 6.404, de 1976. Para SANTOS, (2015, p. 63) dada a intensificação das relações econômicas e comerciais entre os setores público e privado, o Estado torna-se acionista de empresas privadas como uma nova modalidade de parceria público privada no sentido *lato sensu* (ARAGÃO, 2009) e para cumprir com esse objetivo a BNDESPAR foi criada. Deste modo, segundo os autores citados, a despeito do processo de privatização observado nos anos 90 via alienação do capital social de empresas públicas à iniciativa privada, as empresas estatais continuariam desempenhando papel significativo na economia brasileira.

A adoção de perfil gerencial por parte do Estado por meio de mecanismos privados de gestão inclui a modalidade de aquisição minoritária do capital social votante em companhias. Esta seria uma estratégia que visa impor a vontade do Estado em um processo fluido e espacialmente aberto de circulação do capital no mundo globalizado (HARVEY, 2014). No entanto, para que se legitime ante aos desafios desta nova etapa em que conflituam interesses públicos e os de classes e setores da economia, faz – se necessária maior transparência dos processos, aprimoramento dos meios de controle das companhias em que o Estado figura como controlador minoritário.

Neste campo, a BNDESPAR se destaca como uma importante ferramenta de atuação empresarial estatal (MARQUES NETO, 2006). A participação minoritária do Estado no capital votante de companhias privadas constitui modelo oposto ao da sociedade de economia mista e não regulado pela lei interna. Segundo o Art. 5, III do Decreto n. 200/67 em uma sociedade de economia mista a maioria das ações com direito a voto deve pertencer a União ou a qualquer órgão da administração indireta.

Ou seja, na sociedade de economia mista o Estado tem a maioria dos votos, enquanto nos modelos adotados pela BNDESPAR a minoria. No entanto, por si só, a maioria dos votos pode não ser determinante do poder de controle na empresa. Existem variáveis que amplificam ou reduzem a proteção estatal sobre atividades econômicas em um sistema de parcerias público e privadas. Obediência aos princípios das Lei das S/A e a existência de Acordo de Acionistas podem ser determinantes, como se depreenderá a seguir.

No caso das sociedades de economia mista, a CVM tem se posicionado em conflitos sobre interesses públicos e privados envolvendo União como acionista controlador e acionistas minoritários da companhia. Já nas empresas em que o Estado tem posição minoritária, sofisticados Acordos de Acionistas vêm dispendo de formas de controle, assegurando o acordo de voto por meio de bloqueios temporários, direito de preferência e através do poder de veto de um dos acionistas.

Vale destacar, os principais aspectos do voto da Diretora Relatora Luciana Dias no Processo Administrativo da CVM<sup>1</sup> que versou sobre conflitos de interesse entre Estado controlador e acionistas minoritários na sociedade de economia mista Eletrobrás, quando da publicação da polêmica Medida Provisória 579 sobre renovação de contratos de concessões.

<sup>1</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2013/6635

A conclusão do Processo Administrativo RJ 2013/6635 levou a aplicação de multa à União por decorrência de voto em Assembleia Geral da Eletrobrás no ano de 2012, quando restou configurado conflito de interesses, com base no que dispõe a *Lei das S/A*. Sem adentrar na discussão sobre o mérito do voto do controlador na assembleia vale, nesse momento, destacar o entendimento da relatora sobre interesse público, privado e a *Lei das S/A*.

Depreende-se do Art. 235 *Lei das S/A* que as sociedades de economia mista, enquanto sociedades por ações controladas por ente público, devem obediência à completude dos dispositivos da lei 6.404/76. O Art. 238, ao possibilitar ao ente estatal “orientar as atividades da companhia de modo a atender aos interesses públicos” não abre regime de exceção. Deste modo, segundo a relatora Luciana Dias, tanto os acionistas minoritários que investem em uma empresa de economia mista devem estar cientes que o ente controlador pode dar prioridade ao interesse público, quanto o ente estatal também deve estar ciente da necessidade de obediência ao regime das sociedades por ações, mesmo quando limitado o seu poder, dentre outras responsabilidades a que está sujeito.

No entendimento da relatora, ao facultar ao controlador em sociedade de economia mista, que oriente suas atividades ao interesse público, o Art. 238 impede que se questionem decisões do controlador quando objetivam proteger o interesse público primário que justificou a criação da companhia. No entanto, o Art. 115 parágrafo primeiro da mesma lei considera abusivo o voto exercido com o fim de causar dano, ou prejuízo à companhia ou aos demais acionistas. Resta, portanto, ponderar o suposto interesse público primário que reveste o voto do ente estatal controlador ao disposto na lei sobre prejuízo à companhia, a fim de verificar se uma medida que fira interesses comerciais justifica-se ante o interesse público.

A CVM tem reconhecido legitimidade a uma postura não maximizadora de lucro ao Estado, o que não significa subverter a natureza lucrativa das sociedades por ações. Ou seja, embora incerto, o lucro não pode ser suprimido mesmo quando o Estado age ao amparo do Art.238 da Lei das S/A.

Diz Luciana Dias: “A finalidade lucrativa é um traço característico das sociedades anônimas e não faz sentido recorrer a essa forma societária se a intenção deliberada do poder público é manter a companhia atuando de forma sistematicamente deficitária e financeiramente insustentável.” (DIAS, 2013)

Prossegue a relatora: “talvez o interesse público fosse melhor atendido se o poder público pudesse descuidar da finalidade lucrativa da sociedade e eventualmente alocar todos os excedentes na melhora do serviço”, no entanto, ao recorrer ao regime das sociedades anônimas e sob forma aberta, a lei 6.404/76 sujeita o referido controlador as restrições comuns aos demais acionistas da empresa.

A participação minoritária estatal nas empresas, não menos complexa, enseja outras questões e desafios como será observado na próxima parte do artigo, em que os principais aspectos do instrumento jurídico de Acordo de Acionistas e seu reflexo sobre o poder de controle serão analisados com foco na empresa Fibria Celulose S/A como parte interveniente.

### 3. ACORDOS DE ACIONISTAS E PODER DE CONTROLE

Apesar de constituir uma praxe do mercado, o Acordo de Acionistas só passou a ser regulado pela Lei nº 6.404, de 1976 (“Lei das S.A.”), com o advento da sua reforma promovida pela Lei nº 10.303, de 2001. Conforme dispõe o artigo 118 da Lei das S.A.:

Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a **compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle** deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. (grifos nossos)

Num panorama geral, Nelson Eizirik pontua que o Acordo de Acionistas se traduz num contrato celebrado entre os acionistas de uma companhia com o objetivo de alinhar seus interesses individuais e estabelecer normas de atuação no âmbito da sociedade<sup>2</sup>. Ao elencar os possíveis objetos dos Acordos de Acionistas, o legislador acabou por elucidar que tais acordos coordenarão o exercício dos direitos conferidos pela titularidade da ação, quais sejam: i) o voto; ii) o poder de controle; e iii) a faculdade de dele dispor<sup>3</sup>.

Observa-se desta feita, que o Acordo de Acionistas confere as partes envolvidas poder sobre elementos fundamentais na condução da estratégia comercial e financeira da empresa. O compartilhamento do poder entre empresa pública e privada no marco das *Lei das S/A*, pode acarretar em contradições e sérias consequências para os demais interessados e afetados pelas atividades econômicas desenvolvidas pela empresa, principalmente, em um contexto de falta de transparência. Uma vez pactuado, o Acordo de Acionistas deve ser fielmente observado, podendo ser executado judicialmente.

A amplitude de ação dos Acordos de Acionistas pode ser observada nas três categorias abaixo destacadas pela doutrina<sup>4</sup>:

1) Acordos de Voto: Se destinam a regular o exercício de voto no âmbito da Companhia. É comum a existência de uma cláusula de reunião prévia, de modo que previamente à realização de Assembleia Geral e/ou Reunião do Conselho de Administração da Companhia, os acionistas signatários se reúnem a fim de determinar o conteúdo e a forma do voto a ser proferido.

2) Acordos de Controle: Se destinam a estabilizar exercício do poder de controle no âmbito da Companhia. Ele se consubstancia num acordo de voto, porém vai além, podendo vir a disciplinar o funcionamento dos órgãos da administração da companhia.

3) Acordos de Bloqueio (que também são usualmente referidos como Acordo sobre Restrição à Circulação de Ações): São acordos utilizados para disciplinar compra e venda, ao direito de preferência ou criação de ônus reais sobre as ações da Companhia. Em respeito ao princípio da livre transmissibilidade das ações, o acordo não poderia proibir a venda de ações dos acionistas signatários, muito embora possa condicionar a alienação à aprovação dos demais acionistas por meio do direito de preferência.

Nas reuniões prévias o bloco de acionistas controlador define as diretrizes de investimentos da empresa. Durante a Assembleia Geral inexistem espaço ou margem para questionamento e ponderação de interesses que não os de maximização dos lucros, uma vez que os princípios da *Lei das S/A* são estritamente observados.

<sup>2</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2ª edição, 2015, p. 263.

<sup>3</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões e LAMY FILHO, Alfredo (Coordenadores). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009, pág. 442.

<sup>4</sup> Em termos práticos, os acordos de acionistas combinam elementos de cada uma destas categorias.

Quanto ao controle, segundo Nelson Eizirik, a *Lei das S.A.* ao reconhecer a existência do poder de controle acionário nas sociedades anônimas, definiu-o não em função da titularidade da maioria do capital votante, mas essencialmente, em virtude do efetivo exercício da direção das atividades sociais. Para tanto, conforme disposto no caput do artigo 116 da lei, caracteriza-se como acionista controlador aquele que detém, cumulativamente, (i) a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral; (ii) o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (iii) o efetivo uso do poder de controle para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento da companhia.

Também as diretrizes do Novo Mercado<sup>5</sup> definem poder de controle como aquele “efetivamente utilizado para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia de forma direta ou indireta de fato ou de direito independente da participação acionária detida”.

Uma vez tendo optado o legislador brasileiro pela não exigência de percentual mínimo de propriedade de ações votantes e considerando a conceituação acima descrita adotada pelo Novo Mercado, a caracterização do acionista controlador é verificada caso a caso e o Acordo de Acionistas, normalmente, é o que o determina. (EIZIRIK, 2015)

Para o entendimento das formas de controle societário na prática societária, são identificadas 4 (quatro) modalidades<sup>6</sup>:

a) Majoritário: se caracteriza quando um acionista (pessoa natural ou jurídica ou uma família) detém a maioria das ações dotadas de direito de voto, isto é, 50% (cinquenta por cento) mais uma ação do capital social votante.

b) Compartilhado: quando o poder é exercido por mais de um acionista, geralmente por meio do Acordo de Acionistas. Muito embora não detenham individualmente a maioria das ações votantes, a união de suas ações garante o controle acionário mediante a formação do chamado bloco de controle.

c) Minoritário: Esta modalidade se configura quando um acionista ou grupo de acionistas exerce o poder de controle com menos da metade do capital votante. Neste caso, as ações da companhia encontram-se dispersas no mercado, sem que haja outro acionista ou grupo organizado que detenha um maior volume de ações votantes.

d) Pulverizado ou Gerencial: Esta modalidade se configura quando os próprios administradores da Companhia assumem o seu controle e perpetuam-se em seus respectivos cargos, num contexto de grande dispersão acionária. (BORBA, 2015)

A seguir poderá ser observado, como no caso da Fibria Celulose S/A, em que a BNDESPAR detém o controle compartilhado em minoria do capital votante, o controle pode ser de fato exercido.

## 2.1 FIBRIA CELULOSE S/A

O processo de criação da Fibria tem seu primeiro passo na proposta de contrato de compra e venda da Votorantim Industrial (VID) e Arapar/Lorentzen e no Acordo de Investimentos entre VID e Arainvest/Grupo Safra, ambos de 2008. O primeiro previa a transferência de 28% das ações com

<sup>5</sup> [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)

<sup>6</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. Editora Atlas. 2015, pág. 342.

direito a voto da Aracruz à VCP, subsidiária integral da VID<sup>7</sup> e o Acordo de Investimentos, negociado na mesma época, previa o aporte em empresa holding da totalidade das ações da VCP e da Aracruz Celulose S/A garantindo o controle conjunto da empresa que surgiria.

Com a aquisição dos 28% das ações ordinárias com direito a voto da Aracruz, a participação da VID chegaria a 56% de seu capital, sendo uma condição para a conclusão do Acordo de Investimentos com Arainvest/Grupo Safra.

Todavia, o Acordo de Acionistas assinado em 2003 entre Arainvest/Grupo Safra e Lorentzen/Arapar no âmbito da Aracruz, previa direito de preferência à primeira (cláusula IV) ou de venda conjunta (cláusula VI). Exercendo o direito de venda conjunta, um segundo cenário se desenharia com a transferência do controle da Aracruz pela Arainvest e Arapar: o grupo Votorantim alcançaria 86% do seu capital através da VCP. Nos dois cenários, portanto, a VCP passaria a sócia com maioria absoluta no capital votante da companhia. Por sua vez, para a realização do negócio almejado fazia-se necessário aumento do capital social da VCP, via emissão de ações pela BNDESPAR, que subscrevendo-as parcialmente, tornou-se assim uma acionista da VCP fazendo uso de recursos públicos, sem a devida justificativa e transparência.

O Ato de Concentração referente a aquisição dos 28% da Aracruz pela VID e posteriormente de Alienação do Controle da Aracruz à VID, passou à análise pelos órgãos de concorrência no Brasil e Comissão Europeia, a fim de ser verificada a existência de impactos concorrenciais no país e mercado europeu, para aonde se dirigiam grande parte das exportações de papel das companhias, tendo sido aprovado<sup>8</sup>.

Em janeiro de 2009 o Grupo Votorantim, por meio da VCP, adquiriu os 28% das ações da Aracruz e em março do mesmo ano a Arainvest/Banco Safra exerceu o direito de venda conjunta assumindo o Grupo Votorantim controle do capital votante da Aracruz (84%). Em setembro de 2010, concluída a etapa de reorganização societária, VCP transforma-se em Fibria Celulose S/A, Fibria, empresa resultante da fusão entre VCP e Aracruz.

Durante a fase de reorganização societária, em outubro de 2009, foi realizado Acordo de Acionistas, no âmbito da VCP, entre os acionistas majoritários BNDESPAR e VID, visando a inserção no Novo Mercado da Bovespa<sup>9</sup>. Neste passo, foram propostas alterações no estatuto e convertidas as ações preferenciais em ordinárias, adequando a companhia ao regulamento de adesão e reduzindo a participação da BNDESPAR no controle acionário da empresa.

O Acordo de Acionistas da VCP, assinado em 2009, previa duas fases: um período de bloqueio de três anos, quando alienações de ações vinculadas são vedadas e outra pós período de bloqueio. Durante o período de restrição e após a entrada no Novo Mercado a BNDESPAR poderia indicar 2 membros para o Conselho, composto de 7 a 12 membros, mas após o período de restrição ou bloqueio, a BNDESPAR indicaria apenas 1 membro. Após o período de bloqueio a BNDESPAR poderia

<sup>7</sup> Aracruz S/A detinha, nesse momento, a seguinte estrutura societária: Arapar/Grupo Lorentzen (28%), Arainvest/Grupo Safra (28%), VCP (28%) e BNDESPAR (12,5%).

<sup>8</sup> Análise de Ato de Concentração. Processo Administrativo: 08012.008759/2008-79. Secretaria de Acompanhamento Econômico - SEAE.

<sup>9</sup> O Novo Mercado é limitado a participação de companhias de capital aberto que tenham em sua composição apenas ações ordinárias com direito a voto. Além disso, o Conselho de Administração das empresas deve possuir no mínimo 5 integrantes, sendo 20% de membros independentes, exigido ainda mínimo de 25% de ações ordinárias em circulação (*free float*), além de maior transparência dos relatórios financeiros e balanços.



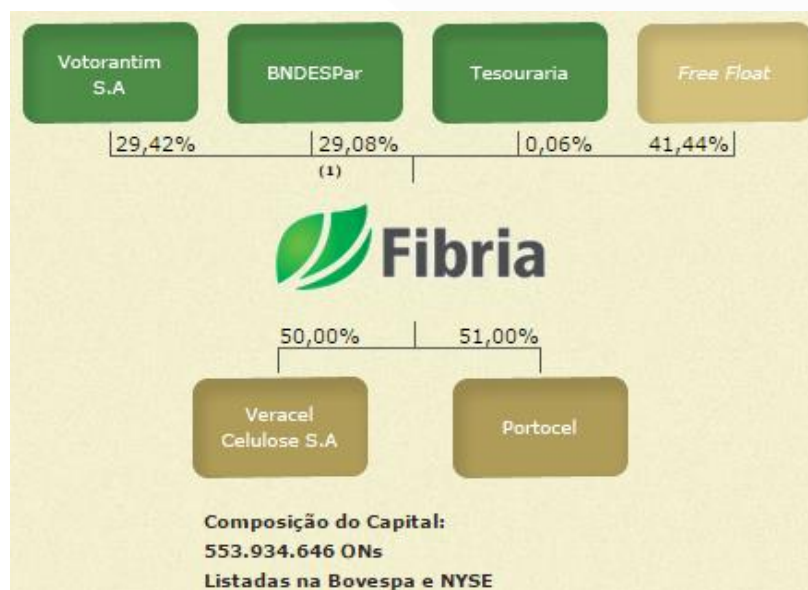
transferir suas ações, desde que obedecendo o direito de preferencia da VID. Por outro lado, caso a VID decidisse alienar o controle, direta ou indiretamente, da totalidade de suas ações, a BNDESPAR teria o direito de venda conjunta, alienando a totalidade de suas ações de emissão da companhia. Além de deter o direito de indicar a maioria dos Conselheiros, a VID teria direito a 3 votos e a BNDESPAR 2 votos nas reuniões prévias, porque o controle acionário conferia a VID maioria no Conselho de Administração.

No entanto, o Acordo de Acionistas vinculava a aprovação de matérias relevantes ao posicionamento favorável da BNDESPAR nas reuniões prévias, conferindo a mesma poder de veto, configurando "Influencia Significativa", consoante o Art. 252 da *Lei das S/A*.

As matérias alvo de poder de veto justificado são de suma importância aos interesses companhia, dizendo respeito: a tomada de empréstimos em volumes acima de certo patamar, participações em outras empresas ou de suas coligadas ou controladas, liquidação da companhia ou de qualquer outra controlada, alteração no estatuto social, redução de dividendos, transformação, fusão e incorporação, aumento ou redução do capital social, compra de patrimônio, entre outras decisões fundamentais e relativas inclusive as coligadas da companhia, entre outras (cláusula 4.3).

Observa-se que no Acordo de Acionistas de 1988 realizado entre os controladores da Aracruz Celulose S/A, empresa Sueca Billerud Aktiebolag, Companhia Souza Cruz Indústria e Comércio, Grupo Empresarial Lorentzen, Grupo empresarial Safra e BNDESPAR, as decisões eram adotadas pela maioria dos votos dos acionistas pessoas jurídicas e físicas nacionais e na proporção de ações por eles detidas. O Acordo de Acionistas de 1988 previa limite máximo de 25% para aquisição de ações com direito a voto por cada um dos 4 controladores nacionais, permitindo a alienação de ações desde que para grupos nacionais, sem qualquer bloqueio ou restrição a não ser de venda de controle para grupos internacionais. O Acordo de 1988 não dava poder de veto a BNDESPAR ou qualquer outro acionista.

Já com a denominação social de Fibria Celulose S/A, realizou-se, em 2014, o primeiro aditamento ao Acordo de Acionistas da VCP de 2009, entre BNDESPAR e VID, sendo ajustadas participações societárias, bem como prazo de validade do acordo, prorrogado até 29 de outubro de 2019. Observa-se, no quadro a seguir, a atual composição acionária da Fibria, já alterada em relação ao referido aditamento de 2014.



Fonte: FIBRIA<sup>10</sup>

Nos termos da cláusula 3.2. do Acordo de Acionistas de 2014, as ações vinculadas no bloco de controle correspondem à totalidade das ações detidas pela VID, somadas ao percentual de participação da BNDESPAR de forma a assegurar 50% (cinquenta por cento) mais uma ação.

Ou seja, a união entre VID e BNDESPAR é realizada com o objetivo de congregar o percentual necessário à formação do bloco de controle detentor de participação majoritária no capital social da Fibria e, assim, configurar a modalidade de controle compartilhado.

Com base no disposto na cláusula 4.3. do Acordo de Acionistas, a VID – detentora da maior parcela do bloco de controle indicará a maioria dos membros do Conselho de Administração da companhia. Como visto, esta disposição é um exemplo de cláusula usualmente utilizada na modalidade de acordo de controle, na medida em que disciplina a maneira como se dará a organização dos órgãos da administração da Fibria.

Ainda que tal disposição possa levar à precoce conclusão de que a VID prevalece no bloco de controle, é importante frisar que a BNDESPAR continua a ter em seu favor a prerrogativa de vetos, conforme cláusula 5.3. Neste ponto, ainda que não indique a maioria dos administradores, a BNDESPAR detém significativa influência no dia a dia da companhia, por conta do teor das matérias que somente poderão ser aprovadas mediante seu consentimento.

Por fim, pelas cláusulas 6, 7 e 8 do Acordo de Acionistas mantém o caráter de Acordo de Bloqueio, mas de forma diferenciada em relação ao acordo de 2009. A BNDESPAR, durante o período de três anos, ou seja, até 2017, não pode se desfazer das ações vinculadas. Passado tal período restritivo terá o direito de desvincular 50% de suas ações. A VID não tem restrições de prazo de bloqueio podendo desvincular a qualquer tempo suas ações até o valor de 10% do capital social da companhia. Ao fazer uso de tal prerrogativa serão desvinculadas as ações vinculadas da BNDESPAR em nível adequado a garantia das mesmas proporções de ações vinculadas no bloco dos controladores, objetivando a manutenção do equilíbrio do controle acionário.

Pelo referido Acordo, a BNDESPAR consolida posição minoritária no capital social, mas pode-se dizer que na prática controla a Fibria em conjunto com o VID. Deve-se verificar se sua influência significativa é exercida consoante os princípios embutidos no inciso I do artigo 4º de seu Estatuto Social.

#### 4. CONCLUSÕES

É possível ao Estado exercer a condição de acionista não controlador para assegurar a preservação de interesses estratégicos e/ou apoiar o empreendimento privado em setores chave da economia nacional. No entanto, em qualquer das situações subsistiria o caráter privatista da companhia investida que não pode ser equiparada a uma sociedade de economia mista (ENGLER, 2011). Mesmo no caso das sociedades de economia mista, observa-se que o interesse público primário, prerrogativa do Estado controlador, não prevalece quando as deliberações do controlador apresentam risco de sérios prejuízos ou danos aos interesses da companhia, subvertendo a natureza lucrativa de uma sociedade por ações.

<sup>10</sup> FIBRIA. Estrutura Acionária. Disponível em: <http://fibria.infoinvest.com.br/static/ptb/estrutura-acionaria.asp?idioma=ptb>, acesso em julho de 2016.

Ainda que pareça inconveniente ao Estado arranjo societário em que figure como acionista minoritário não detendo voz ativa na administração da sociedade e exercendo um papel de simples mutuante, os Acordos de Acionistas analisados não permitem concluir neste sentido. O modelo atual adotado, em que o BNDES através da BNDESPAR participa como controlador minoritário, apresenta combinação de Acordo de Voto e de Bloqueio das ações vinculadas, com amplo poder de veto sob temas fundamentais. Isso pode conferir ao Estado o poder de impedir a implementação de iniciativas que divirjam dos estatutos e diretrizes socioambientais que devem orientar os investimentos do banco de desenvolvimento.

Em 2014, fruto de auditoria do TCU realizada com o objetivo de analisar os critérios utilizados pelo BNDES, no período compreendido entre 2005 e 2013, para a alocação de recursos entre as suas diversas áreas de atuação e aderência dessa distribuição às políticas públicas governamentais, destacam-se as recomendações:

- Necessidade de maior controle sobre as decisões de distribuição de recursos por meio das operações de crédito realizadas;
- A concessão de apoio financeiro deve estar fundamentada em políticas públicas federais e critérios objetivos para alocação de recursos;
- Devem ser claras as metas de concessão de apoio financeiro por área operacional de atuação institucional;
- Transparência dos resultados e impactos das iniciativas de investimentos

A crise fiscal dos anos 80 deu início a processo de privatização e fez do BNDES pioneiro na experiência da desestatização, levando sua subsidiária a colocar em prática os pressupostos de financiamento minoritário e transitório. Em meados de 80, encontrava-se o BNDES como controlador de boa parte das empresas financiadas, que de companhias privadas transitaram para estatais, uma vez que adotara a prática de apoiar empresas em crise tornando-se sócio majoritário.

No entanto, a falta de estrutura jurídica para exercer o controle das financiadas e o agravamento da situação financeira das mesmas, inviabilizou os referidos controles acionários dando início a processo de desinvestimento e de participação minoritária (MARINHO, 2015). No entanto, a opção por participação minoritária do Estado em companhias, via bancos públicos, deve servir à preservação dos interesses públicos primários que o constituíram, obedecidos critérios e mecanismos de monitoramento, coibidas decisões estratégicas que resultam em violações aos Direitos Humanos ou atentem contra a preservação do meio ambiente.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | REFERENCES | REFERENCIAS

ANÁLISE DE ATO DE CONCENTRAÇÃO. Processo Administrativo: 08012.008759/2008-79 Secretaria de Acompanhamento Econômico - SEAE. 2008

ARAGÃO, Alexandre Santos de. Empresa público-privada. Revista dos Tribunais São Paulo, vol 98, n. 890, pag. 33-68, dez 2009.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E NACIONAL – BNDES. *Estatuto do BNDES*. Disponível em: [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/O\\_BNDES/A\\_Empresa/Empresas\\_Sistema\\_BNDES/Legislacao/estatuto\\_bndes.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/Empresas_Sistema_BNDES/Legislacao/estatuto_bndes.html). Acesso em julho de 2016.

\_\_\_\_\_. *Estatuto da BNDESPAR*. Disponível em: [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/O\\_BNDES/A\\_Empresa/Empresas\\_Sistema\\_BNDES/Legislacao/estatuto\\_bndespar.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/Empresas_Sistema_BNDES/Legislacao/estatuto_bndespar.html) Acesso em julho de 2016.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2ª edição. 2015.

ENGLER, Mario Pinto Junior. *Estado como acionista controlador*. Direito-USP. 2009.

FISCALIZAÇÃO NO BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. Disponível em: <http://portal.tcu.gov.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A8182A250D20C4801511C146C4E3E7F&inline=1>. Acesso em julho de 2016.

HARVEY, David. *Condição pós-moderna*. Editora Loyola. 2014.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões e LAMY FILHO, Alfredo (Coordenadores). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009.

MARINHO, Sarah. *Como são os Laços do Capitalismo brasileiro. As ferramentas jurídicas e os objetivos por participação da BNDESPAR*. Direito FGV SP. 2015.

MARQUES NETO, Florian. De Azevedo. *As contratações estratégicas das estatais que competem no mercado*. In OSORIO, Fabio Medina; SOUTO, Marcos Juruena Vilela. *Direito Administrativo: Estudos em homenagem a Diogo de Figueiredo Moreira Neto*. Rio de Janeiro, Lumen Lures, 2006.

NOVO MERCADO / B&MF-BOVESPA. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/). Acesso em Julho de 2016.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR N. RJ2013/6635, CVM. 2013

SANTOS, Murilo Giordan. *Controle das Empresas Semiestatais*. Revista de Informação Legislativa Brasília. Ano 52, n. 208. Pag 61 - 79 Outubro/dezembro de 2015.

SHAPIRO, Mario Gomes. *Novos Parâmetros para a intervenção do Estado na Economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. Direito - USP. 2009.