



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI N° 19957.009118/2019-41

Reg. Col. 1991/20

Acusados:	Horácio Lafer Piva Vera Lafer Francisco Lafer Pati Roberto Klabin Martins Xavier Israel Klabin Armando Klabin Daniel Miguel Klabin Paulo Sergio Coutinho Galvão Filho Roberto Luiz Leme Klabin Sergio Francisco Monteiro de Carvalho Guimarães Joaquim Pedro Monteiro de Carvalho Collor de Mello Celso Lafer Helio Seibel
Assunto:	Apurar a responsabilidade de administradores da Klabin S.A. por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976.
Relator:	Presidente Marcelo Barbosa

Manifestação de Voto

1. Acompanho as bem lançadas razões de decidir, preliminares e de mérito, e as conclusões do Relator. Porém, não posso deixar de fazer esta breve manifestação sobre alguns aspectos deste caso que antecedem e vão um pouco além do que se tornou o cerne da acusação em termos técnicos, para tratar do que foi a atuação da Autarquia como um todo neste assunto.
2. Entendo que até mais do que impropriedade, a acusação não deveria ter sido nem sequer cogitada. A Supervisão Baseada em Risco é parte fundamental da infraestrutura regulatória, de otimização de recursos para aumento da eficiência fiscalizatória. Neste caso, contudo, não consigo enxergar nem mesmo de que risco se poderia cogitar para justificar a atuação da Autarquia. Por sinal, de tudo o que foi dito da tribuna pelas defesas, o único ponto de que discordo frontalmente é o de que este seria um *case* exemplar da Supervisão Baseada em Risco. O exemplo a meu ver é, ao contrário, negativo – trata-se de um mau uso do instituto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

3. A Klabin S.A. abriu seu capital em 06.08.1997¹. Nesta ocasião, já existia uma estruturação do seu modelo de negócios, em que os direitos sobre a marca não eram detidos pela companhia: o primeiro contrato que estabelecia o pagamento de royalties pelo uso das marcas é de 1995².

4. Ou seja: quando a companhia ofereceu ao público investidor a participação em seus negócios, estes já foram necessariamente avaliados tendo uma estrutura contratual, e assim a expectativa (e já um histórico) de fluxo de caixa que considerava a obrigação de pagar um determinado percentual sobre o faturamento, para uso de uma marca que já se consolidara no mercado consumidor havia décadas. A expectativa de crescimento da companhia, valorização de suas ações, pagamento de dividendos, todos esses fatores já tinham necessariamente que levar em conta a existência dessa obrigação. Quaisquer que fossem os termos do uso da marca, estes termos eram uma condição pré-existente do negócio e, portanto, avaliada para a decisão de investir ou não.

5. Daí que em 2017, mais de vinte anos depois, sem que absolutamente nenhum investidor reclamasse de algo que a todo tempo foi divulgado pela companhia, começam a surgir – não por parte de investidores, mas em âmbito regulatório – questionamentos do ponto de vista informacional, apenas por se tratar de uma transação entre partes relacionadas, com manifestação de um “entendimento” da SEP de que o contrato deveria ser revisto “periodicamente”. Só no que tange a um possível aprimoramento na transparência da divulgação do contrato se pode enxergar um benefício trazido pela Supervisão nesse caso. Uma vez que o contrato passou a estar mais bem divulgado, aí sim a atuação estatal deveria ter-se encerrado e se teria um *case* de sucesso regulatório.

6. Não há dúvida de que transações com partes relacionadas têm potencial para requerer atenção especial sobre o cumprimento dos deveres fiduciários, mas isso se dá por conta de o *processo* de sua realização poder envolver interesses concorrentes e potencialmente conflitantes, e não pela mera identidade das partes. Neste caso, mal se poderia falar numa “transação” no sentido em que o termo designa o tipo de fenômeno potencialmente problemático, pois o processo pelo

¹ cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CiaAb/ResultBuscaParticCiaAb.aspx?CNPJNome=klabin&TipoConsult=C
Acesso em 24 de maio de 2022.

² Refiro-me ao contrato de 1995 entre Klabin Irmãos & Cia. e Klabin Fabricadora de Papel e Celulose S.A. Doc. SEI 0850866, fls 2-4. Abstraio aqui deliberadamente diferenças pontuais como a criação da Sogemar, o novo contrato de 2000 e sua alteração em 2002, para manter uma visão em termos mais amplos da estrutura econômica de não detenção em definitivo das marcas pela companhia, em favor da mecânica de pagamento de *royalties*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

qual se deu o estabelecimento das obrigações financeiras fora concluído não só duas décadas antes, mas até mesmo antes da entrada de investidores de mercado na companhia.

7. Uma analogia possível é uma companhia de capital fechado alugar, como sede, um imóvel da família dos fundadores e abrir seu capital com o contrato de aluguel já vigente e sempre com seus termos e condições divulgados. Esse contrato simplesmente entra no cálculo do valor econômico do negócio. Ninguém pode ser lesado por algo pré-existente, divulgado, conhecido e voluntariamente aceito. O combinado não sai caro. Depois de duas décadas com tudo funcionando aparentemente bem (isto é, sem reclamação de interessados com patrimônio em jogo), supor que uma agência estatal tivesse a prerrogativa de opinar ou, pior, atuar para que o imóvel passasse ser próprio ao invés de alugado parece-me tão despropositado quanto a pressão que em última análise se fez sobre a companhia para encerrar a estrutura de pagamento de *royalties*, o que neste caso se deu pela incorporação da companhia em que se consolidara a titularidade das marcas (Sogemar).

8. A insatisfação do regulador público representa sem dúvida uma espada pesando sobre a companhia. Ela gerou uma torrente de estudos, negociações, pareceres, laudos etc. que não custaram pouco aos acionistas. Isso, sem falar no custo de oportunidade representado pelo desvio de atenção da administração da companhia para tratar de um problema artificialmente criado. Uma questão não comercial nem societária propriamente dita, uma vez que não refletia conflitos surgidos entre titulares dos patrimônios envolvidos, mas apenas de um desconforto do regulador. Daí, no que deveria ter sido o fim do episódio, dá-se uma transação em que os titulares originais das marcas – investidores também destinatários da proteção legal – podem até ter sido prejudicados. O registro de que o fluxo de recebimentos dos *royalties* teve desconto de quase 50% na avaliação pela Deloitte, por exemplo, é coerente com a valorização das ações quando do anúncio de que a transação seria levada à assembleia. Ora, se um ativo é transferido para a companhia a um preço para ela muito vantajoso, natural que suba a cotação de suas ações, representativa de uma expectativa de maior geração de caixa. Porém, isso representa perdas para quem se desfez do ativo. O altíssimo quórum de aprovação da incorporação no mínimo não nega a hipótese de que o preço estava excepcionalmente bom para a companhia.

9. E a incorporação da Sogemar nem mesmo foi o fim do processo. Depois de a companhia resolver um problema artificial, o processo segue gerando ônus indevidos aos particulares, em virtude de culminar com esta acusação aos conselheiros de administração, que, pelas razões bem expostas pelas defesas e já esgotadas no voto do Relator, é totalmente descabida.

10. Por isso entendo que a atuação da Autarquia neste caso deveria, quando muito, ter-se encerrado quando do aprimoramento da transparência da divulgação do contrato de *royalties*, para respeitar as atribuições legais previstas na Lei nº 6.385/76, em especial sob a ótica do estímulo à



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

expansão e ao desenvolvimento do mercado, que se dá com menos ingerência estatal sobre a forma com que negócios privados se estruturam e com mais combate à falta de transparência e à efetiva violação de direitos.

11. É como voto.

Rio de Janeiro, 24 de maio de 2022.

João Accioly

Diretor