

Voto

1. No presente caso, a Contax Participações S/A ("Companhia" ou "Contax") requer autorização para, nos termos do art. 23 [\(1\)](#) da Instrução CVM nº 10, de 14.2.1980, realizar determinadas operações privadas – a preço de mercado – com ações de sua própria emissão.

2. Tais operações destinam-se a dar suporte ao plano de opção de compra de ações aprovado em 16.4.2007 ("Plano") e decorreriam de direito de preferência outorgado pelos executivos beneficiados à Companhia. Nos termos descritos nos autos, ao alienar as ações para o público-alvo do Plano, a Companhia ficaria com direito de preferência para adquiri-las futuramente daqueles executivos, a valores de mercado. Com isso, ela passaria a dispor de um mecanismo hábil para a aquisição do estoque de ações necessário às futuras outorgas.

3. O Diretor Eli Loria, em seu voto, não apenas não reconheceu a regularidade do pleito, como também suscitou duas outras questões, já agora parcialmente exploradas pela SEP: a primeira delas diz respeito à capacidade, estabelecida no corpo do Plano para o Conselho de Administração ou para o respectivo Comitê Gestor, de alterar os termos daquele, em aparente discrepância com o disposto no art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404, de 15.12.1976; a segunda diz respeito à possibilidade, constante do item 7.3.1 do Plano, de a Companhia indicar terceiros para o exercício do direito de preferência de que ela dispõe, para aquela aquisição de ações de titularidade dos executivos. Em razão desses pontos, o Diretor Eli Loria vota, ainda, pela remessa dos autos à SEP, para a "verificação da regularidade dos fatos narrados".

4. Analisarei, na seqüência, cada um dos três pontos acima referidos, começando pelo pedido de autorização propriamente dito, que é o objeto do presente Processo.

Do pedido de autorização

5. Em larga medida, o voto do Diretor-relator se apóia na discussão em torno da caracterização da alienação que é feita pela Companhia, no âmbito de planos de opções, que se trataria de modalidade reconhecida de alienação privada. Por outro lado, assevera o Relator, em nenhum lugar se fala da aquisição de ações vinculadas ao plano de opções (ou seja, alienadas para os beneficiários deste) pela Companhia – esta careceria, assim, de autorização, na forma do art. 23 da Instrução CVM nº 10/80.

6. E ao passar à verificação da existência de pressupostos para a outorga daquela autorização, o Diretor Relator aponta as finalidades dos planos de opções de compra de ações e a restrição a que estes sejam adotados em detrimento da Companhia ou dos acionistas minoritários. Neste diapasão, o Diretor-relator traz dois argumentos que militariam contra a outorga da autorização: (i) o de que a possibilidade de aquisição das ações pela Contax retiraria, do Plano, o "elemento risco", inerente a soluções de remuneração desta natureza; e (ii) como a negociação beneficiaria apenas alguns acionistas (aqueles que adquiriram suas ações no âmbito do Plano), ela teria caráter discriminatório, afrontando o disposto no art. 109, § 1º, da Lei Acionária e o art. 2º, alínea "c", da Instrução CVM nº 10/80. Vale, na seqüência, analisar cada um desses argumentos.

7. Assim, de acordo com o primeiro deles, a "liquidez" outorgada pela companhia teria o condão de descaracterizar o Plano, uma vez que o seu beneficiário deixaria de correr o risco inerente à detenção dos títulos acionários – deixaria de existir, assim, a possibilidade de alinhamento entre os interesses dos beneficiários e o da companhia. Assim, assevera o Diretor-relator que *"assim, ao revés do entendimento do Colegiado da época, entendo que o beneficiário do Plano deve correr o risco de liquidez no mercado, uma vez que a cotação também reflete esta dimensão, e o beneficiário deve levar suas ações a venda no mercado para melhor formação do preço"*.

8. Entendo que este argumento mostra-se problemático por adotar uma visão simplificada daquele "alinhamento de interesses". Ora, o estímulo que os planos de opção de compra trazem embutido reside na sua capacidade de recompensar o engajamento dos executivos e colaboradores, assim fazendo com que estes ajam de maneira a "criar valor" para a companhia. Quanto melhores as perspectivas daquela empresa, quanto mais inovadora ou competente a sua gestão, maior tende a ser a remuneração dos beneficiários do plano.

9. Daí porque entendo que, por mais que a liquidez de mercado seja determinante do preço de um título, ela não é o componente que está mais diretamente relacionado à finalidade dos planos. O risco de liquidez, aqui, pode estar mais diretamente relacionado às estruturas e às peculiaridades do mercado do que ao potencial de crescimento da companhia e à higidez de seus negócios. Tal argumentação está em consonância, aliás, com aquela consagrada no Processo CVM nº RJ 2001/8489(2).

10. O segundo argumento trazido pelo relator, de que a negociação baseada em direito de preferência tenderia a beneficiar apenas alguns acionistas, tendo conteúdo discriminatório, também não me parece merecer acolhida. E isso por três motivos.

11. Primeiro, porque tal argumento parece confundir a lógica daquelas operações privadas, isoladamente pactuadas, com a racionalidade do resgate e da amortização, que, em princípio, devem abranger todas as ações de uma mesma classe. São, e para mim é claro, realidades distintas.

12. Segundo, porque o § 1º do art. 109, ao determinar que todas as ações de uma mesma classe " *conferirão iguais direitos aos seus titulares*", veda a diferenciação entre o conteúdo de cada ação de uma mesma classe, enquanto que, no presente caso, estamos lidando com um pacto acessório ao contrato de alienação – não me parece que se criem, aqui, acionistas privilegiados em relação aos direitos que decorrem da detenção de ações.

13. Terceiro, porque a alínea "c" do art. 2º da Instrução CVM nº 10/80 veda a aquisição de ações quando esta " *criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não equitativas*". Ora, as operações serão realizadas privadamente justamente em razão da baixa liquidez do mercado – em um quadro como este, quando a companhia ingressa periodicamente em mercado para adquirir as ações que alimentarão o Plano (ou quando os beneficiários deste, periodicamente, "descarregam" suas posições) é que podem surgir aquelas condições artificiais, gerando movimentações que não são relacionadas ao fluxo cotidiano do mercado e aos padrões deste. Ademais, como me parece ser de práticas não equitativas que o voto do Relator trata neste ponto, destaco que me parece que não há também como recorrer, aqui, a essa categoria, diretamente relacionada à garantia do acesso dos investidores de mercado ao fluxo de ordens, em detrimento do processo de formação de preços – tratam-se, afinal, de operações privadas, realizadas com base nos preços de mercado.

14. Ao lado desses argumentos – e como um necessário pano de fundo –, deve-se levar em conta que o mecanismo de recompra proposto no presente caso evita a diluição da participação dos acionistas minoritários, que seria gerada pela emissão de novas ações. Essa, aliás, foi a principal justificativa apresentada pela Companhia para a adoção de tal política.

15. Afastadas aquelas questões, parece-me necessário destacar que as operações pretendidas não se confundem com o Plano em si. Creio que é importante deixar este ponto bem destacado, sobretudo para afastar a equiparação que o Diretor Relator faz entre as aquisições ora postuladas e as movimentações decorrentes dos planos daquela ordem – uma coisa é a autorização, pela CVM, para que as companhias utilizem ações em tesouraria nos seus planos, outra, completamente distinta, é a negociação que neste caso se pretende fazer, com ações já adquiridas pelos beneficiários do Plano.

Trata-se aqui, muito mais, de um pacto adjeto ou acessório, com disposição estranha ao plano em si, mas de interesse da companhia.

16. E, por todo o exposto, entendo que há razões para a realização de tais operações, tendo em vista a estrutura de mercado, a adoção de preço de mercado pra as operações pretendidas e os demais argumentos trazidos pela Contax, em especial aqueles referentes à diluição. Parece-me claro que nos deparamos, aqui, com um daqueles "casos especiais e plenamente circunstanciados" a que faz referência a norma.

17. Dito isso, creio que é importante esclarecer quanto a um outro ponto que, a despeito de incidental, não deixa de ser relevante: não houve, no presente caso, descumprimento do art. 23 da Instrução CVM nº 10/80 no que tange à obrigação de obtenção de "autorização prévia" para as operações ali referidas. Isso porque o pedido de autorização foi apresentado previamente ao exercício do direito de preferência pela companhia e, conseqüentemente, à realização das operações. A mera previsão daquele regime, de forma genérica, no Plano, não pode ser confundida com a realização das operações que demandam autorização.

A possibilidade de alteração do Plano pelo Conselho de Administração ou pelo Comitê Gestor

18. O segundo ponto de que gostaria de tratar diz respeito à possibilidade de alteração dos termos do Plano pelo Conselho de Administração da Companhia ou pelo Comitê Gestor, o que, como aponta o Diretor-relator, afronta o disposto no art. 168, § 3º, da Lei nº 6.404/76, promovendo uma verdadeira usurpação de competência da assembléia geral.

19. Antes de qualquer outra consideração, é necessário destacar que a presente questão em nada afeta a decisão quanto à possibilidade de aquisição das ações pela Companhia, nos termos acima descritos. A rigor, mesmo que a delegação de poderes de que aqui se trata seja reputada ilegal, não resta prejudicada, em princípio, aquela possibilidade, uma vez que nenhum dos temas sobre os quais o Comitê Gestor deliberou, no exercício daquela competência, tangencia o regime de aquisição das ações pela Companhia.

20. O mais importante, aqui, reside na amplitude da atribuição de poderes que, no corpo do Plano, a assembléia teria aprovado. Uma vez que a aprovação do Plano se dá em termos gerais pela assembléia, é razoável que se imponham determinadas decisões e medidas, por parte de terceiros, para dar concreção àquela deliberação. A rigor, aquela atribuição costuma ser sempre necessária e é razoável que isso ocorra.

21. O que resta saber é se, na prática, o conteúdo daquela outorga extrapola os limites daquilo que se poderia atribuir, invadindo a competência legal da assembleia. Em princípio, pode-se afirmar que não é possível, ao receptor dos poderes conferidos, alterar o Plano em si, mas nada impede que se detalhe a sua implementação e que se lide com determinadas situações concretas. Em que medida, no presente caso, a atribuição de poderes ao Comitê Gestor ou ao Conselho de Administração permitiria o desvirtuamento da deliberação assemblear? Quais os limites razoáveis deste tipo de atribuição?

22. Creio que essas questões demandam análise mais aprofundada, não apenas tendo em vista o presente caso, mas também de modo a dar, aos demais participantes do mercado, um balizamento mais adequado – até porque a CVM não explorou, ainda, a matéria. Assim, recomendo à SEP que prossiga na análise da questão, em outro procedimento, a fim de, a partir daí, permitir à CVM emitir uma orientação adequada ao mercado.

A possibilidade de transferência do direito de preferência da Companhia

23. O terceiro e último ponto de que pretendo tratar no presente voto diz respeito à a segunda possibilidade, também estabelecida no Plano, de indicação de terceiros, pela Companhia, para o exercício do direito de preferência de que esta dispõe. Assim, aqueles terceiros adquiririam, as ações em seu nome, sempre a preço de mercado.

24. Assim, o item 7.3.1 do Plano dispõe que " *A Companhia poderá, na hipótese prevista no item 7.3 e nas mesmas condições, indicar um ou mais terceiros para exercerem a opção de Compra, beneficiários ou não do Plano*". É importante esclarecer que o item 7.3, ali referido, meramente trata do exercício de direito de preferência pela Companhia, na forma acima descrita.

25. Em seu voto, o Diretor Relator assevera que a redação de tal dispositivo permitiria que a Contax fugisse aos objetivos do Plano, uma vez que a Lei Acionária exige que este tenha, como destinatários, aquelas pessoas relacionadas no § 3º do art. 168 (administradores, empregados ou pessoas naturais que prestem serviços para a companhia ou para sociedade controlada). Daí porque conclui que se trata de regra contrária à lei.

26. Com a devida vênia, parece-me que a interpretação do Diretor-relator, induzida pela redação falha do item 7.3.1 do Plano, padece de um equívoco. Quando o referido dispositivo permite a transferência daquela "opção de compra", ele não está permitindo que se transfira a opção de compra de ações outorgada aos administradores (que não é mesmo passível de transferência). O que ali se autoriza é que a Companhia, nos casos em que dispuser de direito de preferência para a aquisição de ações, na forma do item 7.3 do Plano, transfira essa preferência para terceiros.

27. Parece-me claro que se trata, também aqui, de disposição adjeta, que nada tem a ver com o objeto do Plano e que também não tem o condão de desvirtuá-lo. Os beneficiários do Plano continuam a ser aquelas pessoas originariamente designadas, mas estas, uma vez adquiridas as ações e querendo delas se desfazer, devem dar direito de preferência à Companhia ou a quem esta indicar – a preços de mercado. Desta maneira, também neste ponto discordo do Diretor-relator, por entender que não há, no dispositivo em tela, a irregularidade apontada.

28. Lembro que o Colegiado já se manifestou, no Processo CVM nº RJ 2001/8489, sobre pacto desta natureza, que seria lícito em princípio, fugindo, a sua apreciação, dos limites da competência da CVM para autorizar a aquisição de ações pela própria companhia emissora.

29. Ante o acima exposto, voto:

- i. pela autorização da realização das operações, nos termos em que postulada pela Companhia;
- ii. pela determinação à SEP para que desenvolva, em procedimento próprio, e que traga para discussão com o Colegiado, uma análise da questão dos limites razoáveis a serem observados quando da outorga, pela assembléia geral, de poderes a outro órgão da companhia para a gestão do plano de opção de compra de ações; e
- iii. pelo reconhecimento da possibilidade de cessão do direito de preferência detido pela Companhia.

Rio de Janeiro, 9 de agosto de 2010.

Otávio Yazbek

Diretor

[\(1\)](#) "Art. 23. Respeitado o disposto no Art. 2º, a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução."

[\(2\)](#) Aqui vale, inclusive, transcrever trecho do voto do Diretor Marcelo Trindade, que, no mesmo sentido, rebateu o argumento da área técnica de que a existência, em plano de opção, de cláusula que concedesse à companhia direito de preferência para a recompra das ações objeto de tal plano, em

igualdade de condições com terceiros, neutralizaria o possível benefício para os acionistas da companhia na medida em que não aumentaria a liquidez das ações, nos seguintes termos: "(...) Quanto ao primeiro argumento, assim como àquele referido pela GEA-3, segundo o qual tratar-se-ia de uma "prática anti-difusão" (fls. 83), quer me parecer que nenhum plano de opção de compra de ações por administradores tem por requisito de validade a garantia do aumento da liquidez das ações da companhia. Tampouco esse aumento de liquidez é uma das finalidades de quaisquer planos dessa espécie, que visam, como se sabe, à remuneração dos beneficiários de maneira vinculada aos resultados da companhia refletidos na valorização das ações de sua emissão. Na verdade, um plano de opção de compra de ações pode ter apenas indireta e lateralmente efeitos sobre a liquidez das ações — pelo incremento do número de ações em circulação —, mas certamente se trata de assunto irrelevante, se comparado à finalidade do plano."