

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP.

Interessado: Romano Guido Nello Gaucho Allegro.

Relator: Diretor Eli Loria.

Relatório

Trata-se de recurso interposto, em 12/08/10, pelo investidor Romano Guido Nello Gaucho Allegro ("Investidor" ou "Reclamante" ou "Demandante"), fls. 314/323 e anexos, contra manifestação da Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores – SOI, refletindo entendimento da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, a respeito de reclamações do Investidor em face da Petróleo Brasileiro SA – Petrobras ("Companhia" ou "Petrobras"). Em 20/08/10, o Chefe de Gabinete da Presidência - CGP solicitou que a reclamação do Investidor fosse considerada como recurso à decisão da área técnica (fls. 413), ainda que tenha decorrido um longo lapso temporal desde 2007. Fui nomeado relator mediante sorteio na reunião do Colegiado realizada em 16/11/10 e, em linha com a orientação do CGP, analisarei o recurso, ainda que intempestivo.

Anoto que o Investidor, em seu recurso, informa que em caso de não solução pela CVM de "indenização dos prejuízos causados pelo irregular processo de recompra de ações da Petrobras" irá, pela ordem: (1) representar à Securities and Exchange Commission – SEC; (2) representar ao Ministério Público competente; (3) ajuizar uma ação indenizatória perante o Fórum competente.

Informo que em 29/11/10 recebi e procedi à juntada do inteiro teor do expediente do Ministério Público Federal dando conta de representação formulada pelo Investidor (MPF PR/RJ nº 1.30.801.012136/2010-22) em face da Petrobras, em que são narradas supostas irregularidades acerca do procedimento de recompra de ações preferenciais, expondo que o DRI da Companhia teria praticado uma série de irregularidades que teriam causado prejuízo aos acionistas minoritários.

As reclamações do Investidor de 21/07, 12/08, 20/08, 16/09, 15/10 e 01/11/10, tratam do Programa de Recompra de ações preferenciais Petrobras, vigente entre 15/12/06 e 19/12/07, conforme divulgado por meio de Fato Relevante de 15/12/06, bem como sobre a divulgação de informações relativas à Declaração de Comercialidade de reservas de petróleo de 29/12/06, ao aumento de capital divulgado ao mercado em 30/04/10; às práticas adotadas pela CVM na condução de Termos de Compromisso celebrados com a Petrobrás; e a não comunicação de abertura de processo administrativo em face de sua reclamação.

A questão foi resumida e analisada no RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº 157/10, de 09/11/10 (fls. 539/549), com o de acordo da SEP, no sentido de que não foram detectadas quaisquer irregularidades em relação à divulgação de informações acerca do Programa de Recompra de ações de própria emissão, aprovado em RCA de 15/12/06, considerado de caráter facultativo, não sendo possível verificar indícios de que tenha ocorrido a alegada manipulação e nem qualquer indício de infração à Instrução CVM nº 358/02 no que diz respeito às Declarações de Comercialidade de 29/12/06.

O Investidor, desde 14/03/07, reclama sobre possíveis irregularidades no processo de recompra de ações preferenciais divulgado pela Companhia alegando, em resumo, que a não implementação imediata da recompra de ações pela mesma possibilita distorção na formação de preços dos títulos de sua emissão, em função do número de instituições financeiras envolvidas.

À época, a SEP já concluiu que a Companhia atendera às disposições da Instrução CVM nº 10/80 e que não existiam elementos que indicassem prática irregular, por parte da mesma. Tal entendimento foi informado ao Reclamante através do OFÍCIO/CVM/SOI/GOI-1/Nº 789/07, datado de 12/06/07 (fls. 48).

Com relação às reclamações de 21/07 e 12/08/10, a Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores - SOI, em 17/08/10, por meio do OFÍCIO/CVM/SOI/GOI-1/Nº 1220/10 (fls. 373), se manifestou no sentido de que as questões relativas ao programa de recompra não inovaram e, portanto, não necessitariam de reexame. Quanto ao aumento de capital, que a operação vem sendo reportada ao mercado pela Petrobrás através de atos societários, sendo que a última divulgação ocorreu em 02/08/10. No que concerne aos Termos de Compromisso realizados por esta Autarquia, informou que se trata de solução consensual de litígios administrativos, nos termos do princípio constitucional da eficiência.

A SEP, recebendo as reclamações de 20/08, 16/09, 15/10 e 05/11/10, abordando tanto o plano de recompra quanto a divulgação de informações relativas à Declaração de Comercialidade de reservas de petróleo de 29/12/06, reexaminou a questão e solicitou informações à Companhia em 20/09/10 (fls. 431) e 21/10/10 (fls.510).

A Petrobrás protocolou resposta em 01/10/10 (fls.478/481) e 01/11/10 (fls. 512/514 e anexos) afirmando, em resumo, que a decisão do Conselho de Administração quanto ao Plano de Recompra era meramente autorizativa e que a Petrobrás nunca teve como objetivo a manipulação de preços, sendo inúmeros os fatores que formam o preço da ação no mercado, trazendo tabela de cotações de 08/12/06 a 12/01/07 buscando evidenciar a não ocorrência de comportamento anormal nas cotações das ações preferenciais de emissão da Companhia.

Com relação à afirmação do Reclamante de que o anúncio de recompra foi divulgado em 18/12/06, às vésperas da data de vencimento do mercado de opções, a Companhia informou em seu *website* – "Informações aos Acionistas" – que a operação de recompra (caso fosse realizada) não seria efetuada nos dois dias antecedentes e nem na data de vencimento no mercado de opções.

Já quanto à afirmação do Investidor de que a Companhia não teria informado ao mercado acerca das Declarações de Comercialidade de 19 novas áreas de exploração informadas à ANP em 29/12/06, a Companhia esclareceu que o Comunicado ao Mercado foi devidamente enviado à CVM e à BOVESPA, via Sistema IPE, nesta mesma data, pelo fato desta informação não ser considerada como relevante.

Voto

Trata o presente caso, fundamentalmente, de discussão acerca da obrigatoriedade, ou não, de aquisição de ações para tesouraria por companhia que tiver divulgado Fato Relevante ao mercado informando da intenção de efetuar a referida recompra. Como discussão acessória, tem-se questões relativas a divulgação de informações e atuação da CVM em suas investigações e na celebração de Termos de Compromisso.

Anoto que a preocupação trazida pelo Investidor com a formação de preços no mercado também é comungada pelo órgão regulador. Como já me manifestei anteriormente^[1], o *caput* do art. 30 da Lei nº 6.404/76 é um comando legal restritivo e assim deve ser interpretado: " *A companhia não poderá negociar com as próprias ações*".

O tema "ações em tesouraria" é polêmico e nem sempre foi admitido no direito pátrio. Como já esclareci no âmbito do Processo CVM nº RJ2008/6446, o primeiro normativo que autorizou as operações de recompra das próprias ações pelas companhias foi a Lei nº 4.728/67 que em seu art.47^[2] o permitia

para as sociedades anônimas de capital autorizado.

Lembro que o art. 15 do Decreto-Lei nº 2.627/40 vedava a negociação pela companhia com suas próprias ações, exceto as operações de resgate, reembolso, amortização ou compra, e recordo que a proibição da sociedade anônima negociar com as próprias ações já estava prevista no art.20[3] do Decreto nº 8.821, de 30/12/1882, que regulamentou a Lei nº 3.150, de 04/11/1882, sobre sociedades anônimas[4], vedação mantida nos artigos 39 e 40 [5] do Decreto nº 434, de 04/07/1891, que "*Consolida as disposições legislativas e regulamentares sobre as sociedades anônimas*".

O assunto está atualmente tratado no art. 30[6].da Lei nº 6.404/76 que determina, no caso das companhias abertas, que a aquisição das próprias ações obedecerá às normas expedidas pela CVM, que, inclusive, poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso (art. 30, § 2º). A possibilidade de recompra de ações está prevista na Lei nº 6.385/76, em seu artigo 22, §1º, inciso I[7], que delega competência à CVM para regulamentar as aquisições pela companhia de ações de sua própria emissão, o que foi feito com a edição da Instrução CVM nº 10/80.

Portanto, a disciplina da Instrução CVM nº 10/80, detalhada em sua Nota Explicativa nº 16/80, reconhece essa realidade, impedindo que as exceções à regra geral da não negociação com as próprias ações sofram interpretações demasiadamente extensivas.

A regra geral de proibição da negociação com as próprias ações se justifica por diversas razões, destacando-se: (i) inviabilização da formação da vontade da sociedade; (ii) possibilidade de manipulação dos preços das ações pelos administradores e (iii) manutenção da integridade do patrimônio social, de forma a evitar prejuízos a eventuais credores.

Consoante a citada Nota Explicativa, além de observar os ditames legais, a Instrução CVM nº 10/80 foi elaborada em observância aos princípios que "presidem o **funcionamento regular e ordenado do mercado de valores mobiliários**, valendo acrescentar ainda que o uso responsável da mecânica pelos administradores, secundados sempre pelos **critérios de ampla divulgação**, vem a garantir o bom êxito de sua implementação" (grifei).

A Nota Explicativa nº16/80, referente à Instrução CVM nº 10/80, esclarece que a aquisição por companhia aberta de ações de sua própria emissão constitui fato relevante, sujeito às exigências de ampla divulgação, e que a exigência do estatuto social atribuir ao conselho de administração poderes para autorizar as operações objetiva dar conhecimento imediato da permissão legal "advertindo previamente aos investidores e acionistas que a companhia, **se houver interesse**, poderá utilizar a mecânica" (grifei).

Ademais, que a CVM deverá fiscalizar o processo de formação de preço, sem qualquer interferência, com o fim de evitar distorções e assegurar um funcionamento regular e disciplinado do mercado, fixando, no art. 12, o limite do preço ao valor de mercado para as ações a serem adquiridas e, em caso de alienação de ações em tesouraria que seja capaz de afetar o funcionamento ordenado do mercado, a obrigatoriedade de se observar procedimento especial aprovado pela CVM (art.15).

A área técnica ao analisar o caso em concreto relacionou as atitudes tomadas pela Companhia: (i) divulgação de ata de RCA, de 15/12/06, que autorizou a recompra de ações preferenciais de emissão da companhia em circulação no mercado, para futuro cancelamento; e, (ii) publicação de Fato Relevante em 15/12/06 informando sobre a intenção de efetuar a referida recompra, em até 365 dias.

A área comenta que o Fato Relevante cumpriu as exigências contidas na Instrução CVM nº 10/80, em seu art. 8º, a saber: (i) o objetivo da companhia na operação; (ii) a quantidade de ações a serem adquiridas; (iii) o prazo máximo para a realização das operações autorizadas, que não poderá exceder a 365 dias; (iv) a quantidade de ações em circulação no mercado; e (v) nome e endereço das instituições financeiras que atuarão como intermediárias. Ademais, que, após o término do prazo estipulado, verificou-se não ter havido recompra de ações e nem nova RCA que prorrogasse a vigência do programa que, assim, foi encerrado.

A área conclui que ao iniciar-se um programa de recompra de ações a aquisição pela companhia de ações de sua própria emissão torna-se possível, ainda que não obrigatória, pelo preço de mercado, obedecidas as disposições da Instrução CVM nº 10/80.

Nesse ponto, entendo assistir razão à SEP. O que deve sempre prevalecer na decisão dos administradores é o interesse da companhia. Outra solução poderia levar a companhia a comprar suas próprias ações a preço acima daquele que a administração entendeu como razoável em determinada data, inclusive elevando seu custo de capital ao invés de reduzi-lo.

Assim, a CVM ao preocupar-se com a formação de preço no mercado deseja evitar qualquer interferência, inclusive de uma força compradora definida aprioristicamente que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia.

Em termos informacionais, a SEP entendeu que a administração da Companhia cumpriu com seus deveres, inclusive em notas explicativas às Informações Trimestrais referentes aos períodos findos em 30/06/07 e 30/09/07, bem como às Demonstrações Financeiras de 31/12/07, inexistindo qualquer comando regulamentar que determine às companhias a divulgação de Fato Relevante dando conta do encerramento de programa de recompra de ações, entendendo que a operação foi amplamente divulgada ao mercado desde o início.

Atenta à preocupação de evitar-se que um programa de recompra seja utilizado como forma de manipulação de mercado, a SEP analisou o caso concreto e concluiu pela inexistência de qualquer comportamento anormal dos valores mobiliários da Companhia, não detectando oscilações atípicas ou quaisquer variações significativas dessas cotações.

Concordo com as conclusões da área técnica no sentido de que cabe aos administradores de companhia aberta avaliar a relevância de ato ou fato ocorrido, não havendo qualquer indício de que a forma escolhida, Comunicado ao Mercado, tenha sido inadequada, notando-se que a Companhia divulgou em 29/12/06, via Sistema IPE, Comunicado ao Mercado a respeito das Declarações de Comercialidade enviadas à ANP em 29/12/06.

Nada tenho a observar, também, quanto às observações da SOI a respeito dos procedimentos adotados pela CVM para a celebração de termos de compromisso.

Diante do exposto, entendo que não merece revisão a manifestação da SEP de não ser aplicável ao caso a apuração das responsabilidades com relação a manipulação de mercado, ações em tesouraria ou divulgação de informações.

É o Voto.

Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2010.

Eli Loria

Diretor-Relator

[\[2\]](#) - Art. 47. As sociedades anônimas de capital autorizado somente poderão adquirir as próprias ações mediante a aplicação de lucros acumulados ou capital excedente, e sem redução do capital subscrito, ou por doação.

§ 1º O capital em circulação da sociedade corresponde ao subscrito menos as ações adquiridas e em tesouraria.

§ 2º As ações em tesouraria na sociedade não terão direito de voto enquanto não forem novamente colocadas no mercado.

[\[3\]](#) Art. 20. Não pôde a sociedade anonyma comprar e vender a suas ações.

Nesta proibição não se comprehende a amortização das ações, uma vez que seja realizada com fundos disponiveis e sem offensa do capital.

A amortização não pôde ser feita senão por deliberação da assembléa geral, estando presente um numero de socios, que represente, pelo menos, dous terços do capital. (Art. 65.)

[\[4\]](#) Conforme Philomeno J. da Costa. *Operações da anônima com as ações do seu capital*. p. 35, a Lei nº 3.150, de 1882, "representou a introdução entre nós das sociedades anônimas como o instrumento da técnica jurídica propício à iniciativa privada aberta nos grandes negócios, dispensando-se assim a prévia autorização governamental ordenada pelo art. 295 do Código Comercial de 1850 e reforçada pela Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1860."

[\[5\]](#) Art. 39. E' prohibido ás sociedades anonymas o acceitarem em penhor as proprias ações. (Lei n. 3150 de 1882, art. 27 n. 4; Decr. n. 8821 do mesmo anno, § 2º do art. 19; Decr. n. 164 de 17 de janeiro de 1890, Art. 27 n. 4.)

Art. 40. E' prohibido ás sociedades anonymas comprar e vender as proprias ações.

Nesta proibição não se comprehende a amortização das ações, uma vez que seja realizada com fundos disponiveis e sem offensa do capital.

A amortização não pôde ser feita sinão por deliberação da assembléa geral, estando presente um numero de socios, que represente, pelo menos, dous terços do capital. (Lei n. 3150 de 4 de novembro de 1882, art. 31; Decr. n. 8821 de 30 de dezembro do mesmo anno, art. 20; Decr. n. 164 de 17 de janeiro de 1890, art. 31.)

[\[6\]](#) Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§ 1º Nessa proibição não se compreendem:

(...)

b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação;

§ 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso.

[\[7\]](#) Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

§1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

(...)

III - a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria;