

**Interessado:** Braskem S.A.

**Assunto:** Pedido de Braskem S.A. de adoção de procedimento diferenciado para negociação de ações de sua própria emissão, por meio de atuação de instituição financeira, nos termos do art. 23 da Instrução CVM n.º 10/80.

**Diretor Relator:** Luciana Dias

## Relatório

### 1. Objeto do pedido.

1.1. Braskem S.A. ("Braskem" ou "Companhia") solicitou autorização para realizar negociação privada de ações de sua própria emissão, nos termos do art. 30 da Lei n.º 6.404/76 e do art. 23 da Instrução CVM n.º 10/80 (fls. 03/05) adotando um procedimento diferenciado, conforme exposto a seguir.

1.2. A Companhia pretende implementar um programa de recompra de ações para permanência em tesouraria. Por razões de conveniência e oportunidade contábeis relativas à gestão de caixa, a Braskem tem a intenção de realizar a recompra de ações mediante a celebração de contrato de *swap* ("Contrato de Swap") com uma instituição financeira ("Banco").

1.3. Nos moldes de documento anexo ao pedido (fls. 06/07), o Contrato de *Swap* estabelecerá (i) a obrigação do Banco de comprar as ações em mercado; e (ii) a obrigação da Braskem de comprar as ações adquiridas pelo Banco.

1.4. O requerimento esclarece que a Companhia e o Banco conferirão às ações a serem adquiridas o mesmo tratamento que seria conferido caso as ações fossem recompradas diretamente pela Braskem. Segundo o pleito apresentado pela Braskem, o Contrato de *Swap* conterá necessariamente as seguintes condições:

- i. a Braskem emitirá ordens de compra de ações em quantidade e valor que não excedam o seu saldo de lucros ou reservas utilizáveis para recompra de ações (cf. art. 2º, b, Instrução CVM n.º 10/80); se, no entanto, na data de vencimento das obrigações contidas no Contrato de *Swap*, o valor das ações exceder o saldo de lucros ou reservas utilizáveis para recompra de ações, o Banco poderá realizar a venda direta das ações excedentes, nos moldes do art. 14 da Instrução CVM n.º 10/80;
- ii. a quantidade de ações detidas pela Braskem somada àquelas que o Banco adquirir nos termos do Contrato de *Swap* não excederá o limite de 10% (dez por cento) das ações em circulação (cf. art. 3º da Instrução CVM n.º 10/80);
- iii. as aquisições a serem realizadas pelo Banco sempre ocorrerão no mercado, a preços de mercado (cf. art. 12 da Instrução CVM n.º 10/80);
- iv. o Banco não adquirirá ações que não estejam totalmente integralizadas ou que sejam de titularidade do acionista controlador (art. 2º, d, da Instrução CVM n.º 10/80); e
- v. o Banco não adquirirá ações caso esteja em curso oferta pública de ações de emissão da Braskem (art. 2º, e, da Instrução CVM n.º 10/80).

1.5. O Contrato de *Swap* conterá ainda as seguintes obrigações da instituição financeira contratada: (i) não exercerá o direito de voto inerente às ações a serem adquiridas; (ii) renunciará ao direito de recebimento de dividendos, caso sejam declarados dividendos durante o período em que o Banco seja o titular das ações; e (iii) renunciará ao valor a que faria jus em eventual redução de capital durante o referido período.

1.6. A Braskem compromete-se a garantir ampla publicidade do programa de recompra proposto, divulgando ao mercado que a recompra poderá ser realizada diretamente pela Companhia ou mediante a participação de instituição financeira contratada. Além disso, a Braskem se compromete a divulgar nos ITR e no Formulário de Referência nota explicativa, nos moldes da minuta acostada ao pedido (fls. 08/09).

1.7. A Companhia esclarece que pagará ao Banco pela compra das ações o valor médio pago pelo Banco nas compras realizadas em mercado, acrescido o valor da remuneração constante do Contrato de *Swap*. Assim, considerando que o preço pago pela Braskem será rigorosamente a média do preço pago pelo Banco nas aquisições em mercado, segundo a Braskem, o Banco não se beneficiará a partir das vendas das ações para a Companhia. O interesse do Banco estaria unicamente atrelado à remuneração proveniente do Contrato de *Swap*.

1.8. No vencimento do Contrato de *Swap*, que deverá coincidir com o término do programa de recompra de ações da Companhia, a Braskem adquirirá todas as ações que ainda não tenham sido recompradas nos moldes dispostos acima.

### 2. Primeira manifestação da SEP/GEA1.

2.1. Em 4 de novembro de 2010, SEP e GEA1 enviaram ofício à Braskem (fls. 10/11) solicitando esclarecimentos detalhados a respeito: (i) da quantidade de ações a serem adquiridas no âmbito do programa de recompra; (ii) do conceito e eventuais diferenças entre o "Preço Final da Ação" no vencimento do Contrato de *Swap* e o "Preço de Alienação para a Braskem" ao término do programa; (iii) a que taxas a Braskem estaria disposta a celebrar o referido documento.

2.2. Além dessas requisições, SEP e GEA1 solicitaram à Companhia que exemplificasse a operação considerando cenários de valorização e desvalorização das ações de sua emissão. Nesse contexto, SEP e GEA1 solicitaram à Companhia que considerasse os seguintes cenários: (i) valorização da ação entre o momento da compra realizada pelo Banco e o momento da alienação privada para a Braskem; (ii) desvalorização da ação entre o momento de compra realizada pelo Banco e o momento da alienação privada para a Braskem; (iii) hipótese em que a Companhia tem que arcar com o "Fee de Não Utilização"; e (iv) hipótese em que ocorra a "Chamada de Margem", nos moldes do disposto na minuta de Contrato de *Swap* (fls. 06/07).

### 3. Resposta enviada pela Companhia aos questionamentos da SEP e GEA1.

3.1. Em 22 de novembro de 2010, a Braskem enviou correspondência à CVM (fls. 13/15), procurando responder, tópico a tópico, aos questionamentos apresentados por SEP e GEA1, conforme disposto abaixo.

- i. Quantidade de ações a serem adquiridas no âmbito do programa de recompra segregadas por espécie e classe. A Companhia esclareceu que serão adquiridas até 9.000.000 (nove milhões) de ações preferenciais classe "A" de sua emissão. Esclareceu ainda que não serão adquiridas ações ordinárias ou preferenciais classe "B" de emissão da Companhia.
- ii. Diferenças entre o "Preço Final da Ação", no vencimento do Contrato de Swap e o "Preço de Alienação para a Braskem ao término do programa"[1]. A Companhia esclareceu que o preço de alienação para a Braskem ao término do programa seria o preço de mercado das ações da Braskem na data da liquidação do Contrato de Swap, acrescido dos emolumentos incidentes sobre tais operações de compra.
- A Braskem salienta ainda que "o ganho ou perda com o swap (correspondente à diferença entre o valor médio pago pelo Banco acrescido de 108% do CDI e o preço de alienação para a Braskem ao término do programa), será acrescido/reduzido, conforme o caso, do desembolso a ser realizado pela Braskem, na data da liquidação, corresponderá à soma da multiplicação do preço de cada aquisição pelo respectivo número de ações adquiridas pelo Banco, corrigido pela taxa de 108% do CDI a partir da data de cada aquisição e acrescido dos emolumentos incidentes sobre operações de compra" (fls. 14).
- iii. A que taxas a Braskem estaria disposta a celebrar o referido Contrato de Swap. A Braskem informa que estaria disposta a celebrar o Contrato de Swap a uma taxa de até 108% (cento e oito por cento) do CDI. Informa ainda que essa taxa poderá variar para mais ou para menos, dadas as condições de mercado observadas à época da conclusão da operação.
- iv. Exemplos de valorização e desvalorização das ações, de pagamento do "Fee de não utilização" e de "Chamada de Margem". A Companhia anexou à correspondência planilhas (fls. 16/19) com o intuito de simular as situações de valorização e desvalorização das ações, de pagamento do "Fee de não utilização" e de "Chamada de Margem" mencionadas pelo Ofício enviado pela SEP e GEA1.

#### 4. Conclusão da SEP e GEA1.

4.1. Diante dos esclarecimentos prestados pela Companhia, SEP e GEA1 apresentaram documento de análise concluindo que não haveria óbices para a realização da operação e que não haveria prejuízo ao mercado secundário se a operação fosse realizada nos moldes propostos pela Companhia na consulta submetida.

4.2. SEP e GEA1 esclarecem, à luz do art. 2º da Instrução CVM n.º 10/80, que a aquisição de ações de emissão da companhia para permanência em tesouraria é vedada quando: (i) importa diminuição do capital social; (ii) requer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço; (iii) cria por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não equitativas; (iv) tenha por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador; e (v) esteja em curso oferta pública de aquisição de ações.

4.3. SEP e GEA1 consideram que a operação proposta pela Companhia não incide em nenhuma das vedações constantes do art. 2º da Instrução CVM n.º 10/80, pois:

- i. a operação proposta não resulta em alteração do capital social da Companhia;
- ii. o saldo de reservas disponíveis da Companhia (R\$834.000.000,00, segundo o 3º ITR/2010) supera em muito o valor previsto para o programa de recompra; além disso, caso o valor das ações supere o saldo de reservas, o Banco realizará a alienação das referidas ações, nos termos do art. 14 da Instrução CVM n.º 10/80;
- iii. embora a Companhia afirme que irá atender integralmente ao disposto no art. 2º da Instrução CVM n.º 10/80, não se pode concluir, de plano, pela ausência de condições artificiais de preço na segunda etapa da operação, uma vez que segundo a Braskem se a CVM não autorizar a venda privada das ações adquiridas pelo Banco à Braskem, a venda de tais ações no mercado secundário poderá alterar significativamente sua cotação em bolsa;
- iv. a Companhia assumiu o compromisso de que não serão adquiridas ações que não estejam integralizadas ou que pertençam ao acionista controlador; e
- v. a Companhia igualmente assumiu o compromisso de que não estará em curso oferta pública de aquisição de ações durante o programa de recompra proposto pela Braskem.

4.4. SEP e GEA1 consideram ainda que a recompra seria realizada de modo indireto, com intermediação de instituição financeira. No entanto, o Banco renunciaria aos direitos políticos e patrimoniais referentes às ações objeto da operação.

4.5. Adicionalmente, SEP e GEA1 ponderam que segundo informações prestadas pela Companhia, o montante total das ações objeto da recompra será inferior ao limite de 10% (dez por cento) das ações preferenciais classe A em circulação, nos termos do art. 3º da Instrução CVM n.º 10/80.

4.6. Diante das considerações acima, SEP e GEA1 ressaltam que, embora a realização de operações privadas pela companhia com ações de sua própria emissão sejam vedadas, nos termos do art. 9º da Instrução CVM n.º 10/80[2], a CVM tem competência para autorizar procedimentos especiais, nos termos do art. 23 da Instrução CVM n.º 10/80[3], desde que observadas as condições do art. 2º da referida instrução[4].

4.7. SEP e GEA1 consideram presentes as condições do art. 2º Instrução CVM n.º 10/80 e concluem que não haveria óbices à adoção do procedimento especial previsto no art. 23 da referida Instrução para recompra das ações de emissão da Braskem pela própria Companhia.

4.8. Ao receber os autos deste processo, a SGE encaminhou-os para apreciação do Colegiado, tendo sido designada como relatora.

É o relatório.

#### Voto

1. A Braskem pede autorização para realizar negociações privadas com ações de sua própria emissão em decorrência da adoção de um plano de recompra de ações a ser implementado por meio de um contrato de Swap.

2. Embora a CVM já tenha se deparado com operações privadas de recompra decorrentes de contratos derivativos [\[5\]](#), esta é a primeira vez que se analisa um programa de recompra de ações para permanência em tesouraria, a ser realizado por meio de um contrato derivativo, antes que tal programa seja implementado. Por isso, acredito que seja útil abordar as razões pelas quais, de um lado, as operações de recompra são importantes para companhias, de outro, porque elas geram certas preocupações para o mercado.
3. Uma companhia pode desejar comprar ações de sua própria emissão por diversas razões, as mais comuns são: (i) alterar a estrutura de capital (por exemplo, para maximizar dividendos); (ii) aumentar a disponibilidade de ações em tesouraria (por exemplo, para implementar planos de opção de compra de ações ou cumprir obrigações contratuais); ou ainda (iii) para sinalizar ao mercado que as ações de emissão da companhia estão subvalorizadas.
4. A recompra de ações, no entanto, traz algumas preocupações para o mercado em geral e, particularmente, para o regulador. Operações de recompra podem, por exemplo, (i) ser utilizadas para manipular o mercado ou o preço das ações; (ii) tratar de forma injusta ou não equitativa os acionistas da companhia; (iii) gerar situações em que certos agentes têm informação privilegiada e agem com base nessas informações para vantagem própria[\[6\]](#); ou (iv) colocar em risco a integridade do capital social e, por isso, a proteção dos credores[\[7\]](#).
5. Por conta dessas preocupações, é comum que o legislador estabeleça certos limites e condições para realização das operações de recompra. No nosso ordenamento, esses limites e restrições constam do art. 30 da Lei n.º 6.404/76 e da Instrução CVM n.º 10/80[\[8\]](#).
6. No entanto, é possível que a companhia pleiteie junto à CVM autorização para realizar operações com as próprias ações por meio de procedimento especial não ordinariamente previsto na Instrução CVM n.º 10/80, conforme prerrogativa prevista no art. 23 desta mesma Instrução[\[9\]](#). Quando isso acontece, acredito que dois tipos de análise são necessários para determinar a conveniência de se autorizar ou não tal procedimento especial.
  7. Primeiro, deve-se verificar o cumprimento do art. 2º da Instrução CVM n.º 10/80 que mesmo em casos especiais não está dispensado. No caso em tela, a SEP já fez uma análise minuciosa e concluiu que a operação, tal como descrita, cumpre todos os requisitos do art. 2º da Instrução CVM n.º 10/80, exceto pelo item "c" (criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não equitativas).
  8. Todavia, de acordo com a análise da SEP e as declarações da Companhia, caso a CVM não autorize a compra privada das ações adquiridas pelo Banco à Braskem, a venda de tais ações no mercado secundário poderia alterar significativamente a cotação em bolsa das ações emitidas pela Braskem. Este argumento é apenas parcialmente válido, uma vez que a aquisição das ações pelo Banco, no mercado, não é necessariamente neutra para a formação de preços. Se o Banco tivesse que 'devolver' as ações ao mercado, apenas estaria revertendo o efeito anteriormente causado pela sua compra.
  9. O que parece mais relevante é avaliar se a presença do Banco no meio da operação de aquisição de ações pela Braskem altera artificialmente as condições vigentes no mercado, ao menos, de modo diferente do que a recompra pela própria Companhia alteraria. E, ao que parece, isso não acontece, uma vez que as condições em que o Banco comprará as ações são virtualmente as mesmas em que a própria companhia estaria autorizada a comprar.
  10. Assim, entendo que todos os requisitos do art. 2º da Instrução CVM n.º 10/80 estão atendidos.
  11. Atendidos os requisitos do art. 2º da Instrução CVM n.º 10/80, entendo que cabe nos certificar de que o procedimento diferenciado que se pleiteia não potencializa nenhum dos problemas típicos de operações de recompra indicados no parágrafo 4 acima. Ou seja, é necessário analisar se referido procedimento pode dar ensejo a (i) manipulação de mercado ou de preço das ações; (ii) tratamento injusto ou não equitativo dos acionistas.
  12. A exclusão dos itens (iii) e (iv) do parágrafo 4º é proposital.
  13. Em relação ao item (iii), acredito que o fato de o procedimento especial para o qual se pleiteia aprovação poder gerar situações em que certos agentes têm informação privilegiada não deve ser levado em conta na análise. Na vida de uma companhia há muitas operações que implicam a posse de informações privilegiadas por certos agentes. A maneira correta de impedir que essas pessoas ajam com base em tais informações para vantagem própria não é proibir que essas operações ocorram, mas sim, proibir que os detentores de informações privilegiadas negociem até que a informação se torne pública. Assim, ainda que o procedimento especial possa gerar informações sigilosas e que potencialmente alguém possa se beneficiar de tais informações, a situação já estará tratada pelas regras gerais de **insider**.
  14. Em relação ao item (iv), que trata da preservação do capital social, acredito que as salvaguardas previstas no art. 30 da Lei n.º 6.404/76 e no art. 2º, alíneas "a" (importar diminuição do capital social), "b" (requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço) e a primeira parte da alínea "d" (tiver por objeto ações não integralizadas) da Instrução CVM n.º 10/80, já sejam suficientes para assegurar a integridade do capital social e não se pede qualquer dispensa do cumprimento desses comandos no caso em análise.
15. A especificidade do caso em tela reside no fato de que a recompra das ações pela Companhia ocorrerá de forma indireta. A Braskem celebrará um Contrato de *Swap* essencialmente na forma da minuta de fls. 06/07, por força do qual o Banco comprará as ações objeto do programa de recompra em bolsa a preços de mercado[\[10\]](#).
16. A legislação e regulamentação brasileiras não tratam, de maneira genérica, da utilização de instrumentos financeiros na implementação

de planos de recompra de ações, mas também não a vedam. No entanto, a Instrução CVM nº 390/03 autoriza as companhias abertas a negociarem, dentro dos limites e condições nela estabelecidos, opções de venda e de compra cujos ativos subjacentes sejam ações de sua emissão, para fins de cancelamento, permanência em tesouraria ou alienação. Ou seja, embora não haja uma autorização genérica para que qualquer instrumento financeiro seja usado na negociação, as companhias já podem utilizar opções (que são instrumentos financeiros ou, utilizando um termo mais comum no mercado, derivativos) para negociar com as próprias ações. Por isso, entendo que a CVM não deve impedir operações com instrumentos financeiros para implementação de planos de recompra de ações próprias, exceto quando elas podem ser usadas para (i) manipular o mercado ou o preço das ações; ou (ii) tratar de forma injusta ou não equitativa os acionistas.

17. A primeira preocupação, qual seja, a de possível manipulação de mercado, pode ser minimizada com transparência. A Braskem já se comprometeu a fazer ampla divulgação do plano de recompra de ações, assim que aprovado, e dos termos do Contrato de *Swap*, no anúncio de fato relevante que divulgar a operação ao mercado. Embora a assimetria informacional não seja um pré-requisito dos ilícitos de manipulação de mercado, é muito mais improvável que ela ocorra quando todos os agentes estão corretamente informados sobre os termos da operação.
18. O tratamento justo dos acionistas está garantido pelo fato de que (i) o Banco adquirirá as ações em mercado, dando a todos os acionistas oportunidade igual de vender suas ações; e (ii) a Braskem pagará por essas ações o mesmo valor pago pelo Banco, acrescido de emolumentos. É possível que a Braskem venha a desembolsar quantia superior ao valor pago pelo Banco pelas ações mais emolumentos incorridos, uma vez que, nos termos do Contrato de *Swap* o Banco será remunerado por 108% do CDI. Mas, esse não é um tratamento especial conferido a um único acionista. Esse possível sobre valor é a remuneração do Banco pelo adiantamento de recursos que ocorreu no processo de compra de ações por ordem da Braskem. Por isso, no caso em análise, acredito que todos os acionistas estão sendo tratados de maneira uniforme.
19. Diante do exposto, e considerando ainda os precedentes da CVM relativos à negociação pela companhia de ações de sua própria emissão, entendo que se encontram presentes os requisitos para justificar a aplicação do art. 23 da Instrução CVM n.º 10/80 e voto, em linha com o parecer da área técnica (fls. 40/45), no sentido de autorizar a negociação privada com ações próprias proposta pela Braskem.
20. Ressalto, no entanto, que a companhia deverá fazer o anúncio de fato relevante sobre o plano de recompras divulgando detalhadamente os termos do Contrato de *Swap*.

É o voto.

Rio de Janeiro, 05 de abril de 2011.

Luciana Dias

[1] SEP e GEA1 fizeram essa requisição tendo em vista que a Companhia informa que " o Preço Final da Ação, no vencimento do Swap, será a média ponderada dos preços pelo qual a Parte conseguir realizar a venda das ações de Referência no mercado nos 30 dias corridos imediatamente anteriores ao vencimento do Swap".

[2] "Art. 9º A aquisição de ações, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e a respectiva alienação serão efetuadas em bolsa, salvo se a companhia só tiver registro para negociar em mercado de balcão, vedadas as operações privadas".

[3] "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".

[4] "Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando:

- a) importar diminuição do capital social;
- b) requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço;
- c) criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não equitativas;
- d) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;
- e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações."

[5] Processo CVM n.º RJ2009-5962, relator Diretor Marcos Pinto, julgado na reunião do Colegiado de 23.06.2009.

[6] Uma apresentação detalhada das repercussões que a implementação de um programa de recompra de ações pode causar nos interesses dos acionistas, incluindo mas não se limitando a casos de (i) manipulação de preços; (ii) ausência de tratamento igualitário entre acionistas e criação de condições não equitativas, (iii) *freeze-out* e (iv) utilização de informação privilegiada pelos administradores, pode ser encontrada em GEVURTZ, Franklin A, *Corporation Law*, St. Paul, West Group, 2000, pp. 168/173.

[7] Cf. International Organization Of Securities Commissions – IOSCO, *Report On Stock Repurchase Programs*, 2004, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf>, acesso em 28 de março de 2011. Para um aprofundamento de questões que podem repercutir nos interesses dos credores em operações de recompra de ações, confira-se ainda "From the standpoint of creditors, corporate distributions to repurchase shares present the same hazard as dividends" GEVURTZ, Franklin A, *Corporation Law*, St. Paul, West Group, 2000, p. 173.

[8] Para uma descrição detalhada dos limites impostos pelo legislador inglês à negociação com as próprias ações que em muito são semelhantes aos nossos DAVIES, Paul L., *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, 8<sup>th</sup> edition, London, Sweet & Maxwell, 2008, page 331.

[9] 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.

[10] Embora não se trate de prática largamente empreendida no Brasil, a utilização de instrumentos financeiros na implementação de programas de recompra de ações é relativamente comum em outros países. Para uma descrição de planos de recompra de ações implementados por meio da utilização de instrumentos financeiros ver International Organization Of Securities Commissions – IOSCO, *Report On Stock Repurchase Programs*, 2004, p. 5, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf>, acesso em 28 de março de 2011.