

Interessada: Minerva S.A.

**Assunto:** Consulta sobre o regime aplicável à realização, pela Companhia, de oferta pública de aquisição de bônus de subscrição de sua própria emissão.

Diretora: Luciana Dias

#### Declaração de Voto

1. Minerva S.A. ("Minerva" ou "Companhia") apresentou consulta sobre o regime aplicável à realização, pela Companhia, de oferta pública voluntária para aquisição da totalidade dos bônus de subscrição de sua própria emissão ("OPA"), inclusive aqueles sob titularidade do acionista controlador VDO Holdings S.A. ("VDQ" ou "Acionista Controlador") (fls. 02/11). Particularmente, a Companhia deseja:
  - i) confirmar que a OPA pode ser estendida a todos os detentores de bônus de subscrição, inclusive o Acionista Controlador;
  - ii) saber se a Companhia pode pagar pelos bônus de subscrição o seu valor econômico, baseado em laudo de avaliação elaborado nos termos do art. 8º da Instrução CVM n.º 361, de 2002, com eventual prêmio em relação ao valor de mercado, independente de autorização da CVM; e
  - iii) caso o entendimento expresso no item (ii) acima não se confirme, obter autorização para pagar pelos bônus de subscrição valor econômico, baseado em laudo de avaliação elaborado nos termos do art. 8º da Instrução CVM n.º 361, de 2002, com eventual prêmio em relação ao valor de mercado.
2. Pedi vista dos autos, na reunião do Colegiado realizada em 10.05.2011, para analisá-los com maior cuidado. Adoto o relatório constante do voto do relator Diretor Eli Loria, apresentado na ocasião. A meu ver, no entanto, as questões de fundo envolvidas na presente consulta merecem endereçamento parcialmente diverso, conforme passo a expor.
3. Acredito que para responder à consulta seja necessário esclarecer, primeiramente, quais as regras aplicáveis quando uma companhia deseja negociar com bônus de subscrição de sua própria emissão.
4. Nos termos do art. 78, parágrafo único, da Lei n.º 6.404/76 [1], aplica-se ao bônus de subscrição o disposto nas Seções V e VII do Capítulo III da mesma lei. Assim, o disposto no art. 30 da Lei n.º 6.404/76 [2], que trata da negociação com ações emitidas pela própria companhia, disciplina também a negociação de bônus de subscrição.
5. O art. 30, § 2º, da Lei n.º 6.404/76 prevê que "a aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários". A CVM regulamentou esse comando, no que no que se refere à recompra de ações, por meio da Instrução CVM n.º 10, de 1980 [3].
6. A CVM já teve que se manifestar sobre a legalidade de aquisição em mercado secundário de bônus de subscrição pela própria companhia e sobre a aplicabilidade da Instrução CVM n.º 10, de 1980, a tais operações. Em voto proferido pelo Diretor-relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, acompanhado pelos demais membros do Colegiado, no Processo CVM n.º RJ2003/11177, decidiu-se que "a aquisição de bônus de subscrição no mercado secundário pode fazer, do ponto de vista da companhia, segundo as circunstâncias, tanto ou mais sentido do que a aquisição de ações, conforme o preço de exercício e eventuais restrições à companhia que eles possam trazer e não vejo qualquer razão para não ser permitido, desde que obedecidas as condições gerais previstas na Instrução CVM nº 10/80." (grifos nossos).
7. Concordo parcialmente com a mencionada decisão.
8. Assim como defendido pelo Diretor-relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, acredito que a recompra de valores mobiliários de própria emissão, independentemente de qual seja o valor mobiliário objeto, pode ser benéfica à companhia a depender das circunstâncias. Isto porque administrar sua estrutura de capital de maneira eficiente é um dos mecanismos que as companhias têm para reduzir seus custos de captação e financiamento.
9. Uma gestão ativa da estrutura de capital, por sua vez, pressupõe que ocasionalmente a companhia realize recompras ou resgates de valores mobiliários emitidos sob condições de mercado que já não existem e, por isso, não é mais desejável mantê-los em circulação. O meio para eliminar esses valores mobiliários é recomprá-los ou resgatá-los, cancelando-os em seguida (exceto por aqueles valores mobiliários de dívida, quando é chegado o prazo para pagamento). Para que isso aconteça, é importante que os administradores tenham alguma flexibilidade na administração da estrutura de capital.
10. No entanto, é fundamental que certas salvaguardas sejam estabelecidas, pois a negociação com os próprios valores mobiliários pode dar ensejo a uma série de condutas indesejáveis. Isto porque a companhia é sempre uma **insider** de si própria e, por isso, sempre tem informações que o resto do mercado não tem.
11. Assim, independentemente do valor mobiliário que a companhia deseja negociar, é preciso que se adotem medidas para evitar manipulação de mercado. A Instrução CVM n.º 10, de 1980, que dispõe sobre a negociação com as próprias ações, por exemplo, adotou algumas salvaguardas importantes para lidar com o problema da manipulação de mercado no caso de recompra de ações.
12. Por exemplo, o art. 9º da Instrução CVM n.º 10, de 1980 [4], determina que a aquisição e alienação de ações pela própria companhia devem ser efetuadas em bolsa. O objetivo desta norma é garantir que as negociações sejam feitas em ambiente transparente e de forma que todos os investidores sejam tratados equitativamente. Esse comando, somado a todas as medidas de transparência exigidas para os planos de recompra de ações, busca evitar manipulações de mercado.
13. Outro aspecto problemático dessas operações é o uso de recursos da companhia para compra de valores mobiliários próprios. A preocupação aqui é que esses negócios tratem adequadamente os interesses da companhia e seus credores, bem como os direitos dos detentores dos valores mobiliários objeto das operações. Ou seja, não é desejável que a companhia use mais recursos do que o necessário para alterar sua estrutura de capital, sob pena de prejudicar seus credores. Tampouco é aceitável que a companhia se utilize de sua posição privilegiada para prejudicar os detentores desses valores mobiliários.
14. Justamente por isso, o art. 12 da Instrução CVM n.º 10, de 1980 [5], determina que o preço de aquisição pela companhia de ações de sua própria emissão não seja superior ao valor de mercado. O regulador entendeu que, no caso da recompra de ações, o valor de mercado era a medida ideal para balancear os interesses do titular das ações e os da companhia.

15. Mais importante, limitar o preço de aquisição de ações próprias ao valor de mercado evita que a companhia tenha uma influência ainda maior sobre a formação do preço das ações. A companhia e sua administração, em geral, têm muito interesse no valor das ações. Por exemplo, parcela significativa da remuneração dos administradores costuma ser baseada, de algum modo, no valor das ações da companhia. Para os membros da administração, aumentar o valor das ações significa, muitas vezes, aumentar o próprio patrimônio. O mesmo ocorre com a companhia pois, quanto maior o seu valor, mais satisfeitos estarão os seus credores e acionistas e mais fáceis serão suas relações com esse importantes **stakeholders**. Assim, limitar os recursos empreendidos (como faz a alínea "b" do §1º do art. 30 da Lei n.º 6.404/76) e o volume adquirido (como faz o art. 3º da Instrução CVM n.º 10, de 1980) e balizar o preço de aquisição das ações de emissão própria são medidas pertinentes para evitar que a companhia e sua administração manipulem o mercado desses valores mobiliários.
16. Todavia, o legislador não foi sempre assim tão prescritivo quanto o art. 12 da Instrução CVM n.º 10, de 1980. A Lei das Sociedades por Ações reconheceu a possibilidade de a companhia negociar com seus valores mobiliários em preço superior ao de mercado em inúmeras situações. Nessas situações, a Lei n.º 6.404/76 deu à administração da companhia discricionariedade para que ela decida sobre qual o critério mais adequado para determinação do preço dos valores mobiliários de emissão própria, indicando inclusive outros critérios que não o valor de mercado. [\[6\]](#)
17. Nas operações de resgate, por exemplo, a Lei n.º 6.404/76 não fixa critérios para determinação do valor de resgate. Muitos doutrinadores defendem que o valor de resgate seja fixado com base nos critérios contidos na própria lei, isto é, no § 1º do art. 170 da Lei n.º 6.404/76 [\[7\]](#). Não parece improvável que, para contar com a aprovação da maioria dos acionistas da classe de ações objeto do resgate (necessária para aprovar um resgate que não esteja previamente previsto no Estatuto Social), a companhia, por meio de sua administração, fixe valor superior ao de mercado. Esse mecanismo de aprovação protege o detentor do valor mobiliário a ser resgatado de uma expropriação compulsória sem uma compensação adequada.
18. O equilíbrio entre esses interesses (o do titular do valor mobiliário, o da companhia, o de seus acionistas, se o valor mobiliário for diferente das ações, e o dos credores), via de regra, somente pode ser aferido no caso concreto quando se fixam as condições da operação. É por isso que, em grande medida, as decisões sobre conveniência e condições das operações de negociação com os próprios valores mobiliários, sejam amortizações ou resgates, e, de forma um pouco mais restrita, as recompras são tratadas pelo legislador como decisões da administração sobre a estrutura de capital.
19. Dito isto, é preciso analisar se as salvaguardas instituídas na Instrução CVM n.º 10, de 1980, para lidar com os problemas de manipulação de mercado e com as questões sobre a preservação do capital vis-à-vis o direito dos detentores dos valores mobiliários a serem recomprados são adequados para recompra de bônus de subscrição tal como proposta pela Minerva.
20. Realmente, não há nenhuma menção no texto de referido documento que indique que ele tenha sido elaborado para negociação de outros valores mobiliários que não sejam ações. Como justificado abaixo, eu acredito que sua aplicação deve se limitar à negociação de ações, porque a Instrução CVM n.º 10, de 1980, traz salvaguardas adequadas para a recompra de parcela limitada de uma classe e espécie de ações, mas parece não fazer muito sentido para a aquisição de bônus de subscrição ou mesmo de títulos de dívida.
21. A oferta pública de aquisição dos bônus de subscrição proposta pela Minerva se assemelha mais a um resgate não compulsório para eliminação de um valor mobiliário que encarece o custo de capital da Companhia. Embora as preocupações (manipulação de mercado e equilíbrio entre os diversos interessados) sejam as mesmas, as salvaguardas para uma operação com essa natureza não parecem residir nos comandos da Instrução CVM n.º 10, de 1980.
22. Para lidar, por exemplo, com o problema de enxugamento de liquidez, que pode ser um dos mecanismos de manipulação de mercado, os arts. 3º a 5º [\[8\]](#) da Instrução CVM n.º 10, de 1980 estabelecem os limites de cada classe de ações em circulação que podem ser mantidos em tesouraria. Estes comandos são muito importantes no caso de uma recompra ter como objeto ações. Isto porque o detentor de uma ação, via de regra, não tem qualquer outra saída a não ser o mercado secundário.
23. Os bônus de subscrição são diferentes. Isto porque, o titular do bônus de subscrição pode exercer o seu direito de subscrição e terminar titular de uma ação cuja liquidez não foi afetada pela recompra.
24. Assim, ainda que a liquidez do próprio bônus seja temporariamente enxugada pela recompra, no caso específico da Minerva, seus detentores não estariam privados de uma saída do papel porque o bônus é exercível a qualquer tempo no período que se estende até 1º de setembro de 2011 [\[9\]](#). Não fosse o bônus de subscrição da Minerva exercível a qualquer tempo e transformável em uma ação que presumivelmente tem liquidez maior que a do próprio bônus, a análise sobre a adequação dos arts. 3º a 5º poderia ser diferente.
25. Outra salvaguarda importante da Instrução CVM n.º 10, de 1980, é o art. 12 [\[10\]](#) que determina que o preço de aquisição pela companhia de ações de sua própria emissão não seja superior ao valor de mercado. Esse comando é raramente dispensado em operações típicas de recompra de ações [\[11\]](#). Concorro com o rigor com que a CVM tem aplicado o dispositivo. Em compras de parcela limitada das ações em circulação de uma mesma classe e espécie é raro que se justifique valor superior ao de mercado.
26. No entanto, a operação proposta é economicamente muito mais próxima de um resgate total que de uma recompra, uma vez que nos termos da Instrução CVM n.º 10, de 1980, a recompra é necessariamente parcial. É compreensível que a aceitação da oferta pública de aquisição dos bônus de subscrição dependa do pagamento de um prêmio em relação ao valor de mercado, assim como ocorre no resgate, cuja aprovação em assembléia especial se dará somente se os titulares dos valores mobiliários a serem resgatados estiverem satisfeitos com o valor do resgate. E, determinar se interessa para a Companhia despender tais recursos para alterar sua estrutura de capital por meio da recompra de seus bônus de subscrição por valor econômico que pode embutir um prêmio em relação ao valor de mercado, parece ser uma decisão que compete à administração da Companhia à luz de seus deveres legais. Por isso, o comando sobre a aquisição não poder ser feita a valor superior ao valor de mercado não parece ser adequado no presente caso.
27. Ademais, dois outros fatores contribuem para que, no presente caso, seja possível prescindir dos limites estabelecidos na Instrução CVM n.º 10, de 1980. O primeiro é que a Minerva se propõe a fixar o preço da OPA com base em laudo de avaliação elaborado nos termos do art. 8º da Instrução CVM n.º 361, de 2002. O laudo exigido pelo art. 8º da Instrução CVM n.º 361, de 2002, é documento regulado especificamente para lidar com situações em que a companhia ou o controlador negociarão com valores mobiliários emitidos pela própria companhia. Assim, me parece que fixar o preço de recompra com base em laudo, nos termos do art. 8º da Instrução CVM n.º 361, de 2002, é adequado ao presente caso.
28. Outra característica da recompra proposta pela Minerva que parece corroborar a autorização de recompra acima de valor de Mercado é o fato de que a recompra será feita por meio de oferta pública seguindo dos princípios da Instrução CVM n.º 361, de 2002, conforme proposto pela Minerva, minimizando os riscos de manipulação de mercado e práticas não equitativas.
29. Por estas razões e pelas características da operação, não parece adequado aplicar o art. 12 da Instrução CVM n.º 10, de 1980, no presente

caso.

30. Finalmente, a oferta pública de aquisição de bônus de subscrição da forma como foi proposta pela Minerva não cumpriria com o disposto na alínea "d" do art. 2º da Instrução CVM n.º 10, de 1980, que trata da proibição de aquisição de ações de titularidade do acionista controlador.
31. A razão para a realização da operação, conforme alega a Companhia, é que o exercício do bônus de subscrição aumentaria seu custo de capital. A operação somente fará sentido para Companhia se ela puder reduzir seu custo de capital e, ao menos em tese, tão mais bem sucedida será, quanto maior a adesão dos titulares dos bônus de subscrição. Impedir que o maior detentor de bônus participe da oferta é frustrar o objetivo da operação desde o começo.
32. Assim, não parece razoável permitir que somente os bônus de subscrição em circulação, isto é, menos de 30% de tais títulos sejam recomprados – já que cerca de 70,3% dos bônus de subscrição estão nas mãos do Acionista Controlador e cerca de 29,7% estão em circulação.
33. Outro aspecto importante relativo a esta operação específica é que, caso se permita que a oferta pública de aquisição tenha como objeto somente os bônus de subscrição em circulação, o Acionista Controlador, impedido de vender na oferta de aquisição, tende a exercer seu direito de subscrição porque esta parece ser a decisão mais racional do ponto de vista econômico.
34. Caso o Acionista Controlador exerça isoladamente (ou quase isoladamente) o direito de subscrever novas ações haverá diluição, por um valor inferior ao de mercado, dos atuais acionistas minoritários.
35. Nos termos da Nota Explicativa n.º 16, de 1980, o legislador original adotou a restrição do art. 2º, "d", da Instrução CVM n.º 10, de 1980, para evitar que o acionista controlador pudesse estar em situação de privilégio em relação aos demais acionistas: "[a] ampla gama de deveres impostos ao acionista controlador, por força do natural acesso às fontes decisórias da sociedade, recomenda o afastamento de suas ações para os efeitos de aquisição pela companhia, de modo a evitar o surgimento de situações de privilégio perante a comunidade acionária."
36. Não acredito que a operação de oferta de aquisição dos bônus de subscrição de emissão da Minerva possa criar privilégios para o Acionista Controlador que já não existam nas condições atuais. Isto porque, uma das premissas das ofertas públicas de aquisição reguladas pela CVM e conforme o proposto pela Companhia, é o tratamento igualitário dos acionistas. Assim, o Acionista Controlador e todos os outros acionistas terão as mesmas condições de aderir à oferta. Outra premissa importante é a da ampla publicidade da oferta, que neste caso, conforme proposto pela Minerva, ocorreria em leilão a ser realizado em data previa e publicamente divulgada a todo o mercado.
37. Obviamente, como o Acionista Controlador tem 70,3% dos bônus emitidos, ele potencialmente receberá a maior parcela do valor despendido para aquisição dos referidos títulos (a depender de sua adesão à oferta). Mas, não vejo no fato de o Acionista Controlador ser o destinatário da maior parte dos recursos um problema intransponível. Isto porque o controlador, via de regra, tem direito a uma parcela maior dos dividendos distribuídos pela companhia, pelo simples fato de ter mais ações.
38. Os recursos utilizados nas operações de recompra de ações e de bônus de subscrição, por força do art. 30 da Lei n.º 6.404/76, são o saldo de lucros ou reservas. As reservas são formadas a partir do lucro líquido. E, no curso ordinário dos acontecimentos, pelo sistema de formação e utilização de reservas da Lei das Sociedades por Ações, bem como o de formação e pagamento de dividendos, a tendência é que o controlador receba a maior parte dos recursos que constituam lucros simplesmente porque tem mais ações, ressalvadas eventuais operações coibidas pelos dispositivos referentes ao exercício abusivo do poder de controle e aos deveres fiduciários dos administradores. É natural e justo que seja assim.
39. Desta forma, a operação proposta pela Minerva, em princípio, não se desvia da lógica do legislador porque os recursos são destinados majoritariamente para o Controlador. A recompra proposta é só um dos caminhos possíveis para que esses recursos cheguem aos investidores dessa companhia, e é natural que eles cheguem na proporção da participação de cada investidor.
40. Por todo o exposto, acredito que a alínea "d" do art. 2º da Instrução CVM n.º 10, de 1980, que trata da proibição de aquisição de ações de titularidade do acionista Controlador não é salvaguarda adequada para lidar com a operação de recompra de bônus de subscrição proposta pela Minerva.
41. Pelo exposto, voto pela: (i) aplicabilidade do disposto no art. 30 da Lei n.º 6.404/76 à operação proposta pela Minerva; e (ii) pela não aplicabilidade da Instrução CVM n.º 10, de 1980.
42. Isso não significa, no entanto, que outras salvaguardas não sejam necessárias para assegurar que não haja manipulação de mercado e que a oferta de aquisição leve em conta o equilíbrio entre os diversos interesses associados à estrutura de capital da Companhia.
43. A Minerva se propõe a realizar a oferta de aquisição de bônus de subscrição nos termos aplicáveis a ofertas voluntárias de aquisição de ações, conforme a Instrução CVM n.º 361, de 2002.
44. As regras pertinentes a OPAs voluntárias contidas na Instrução CVM n.º 361, de 2002, dizem respeito, sobretudo, ao procedimento a ser adotado pelo Ofertante com o objetivo de coibir tratamento não equitativo entre os titulares dos valores mobiliários que se pretende adquirir e manipulação de mercado, bem como estabelecem níveis adequados de transparência com vistas a garantir que o investidor tenha informações suficientes para tomar sua decisão sobre aderir ou não à oferta.
45. Acredito que os mecanismos contidos na Instrução CVM n.º 361, de 2002, para coibir tratamento não equitativo e manipulação de mercado sejam salvaguardas suficientes e adequadas para evitar tais conseqüências indesejáveis na operação proposta pela Minerva. As medidas de transparência contidas em tal documento também parecem importantes e suficientes para que os titulares de bônus de subscrição tomem sua decisão acerca da oferta.
46. Por isso, voto para que a CVM autorize a Minerva a realizar a oferta pública de aquisição dos bônus de subscrição, nos termos propostos, adotando-se as salvaguardas inspiradas na Instrução CVM n.º 361, de 2002.
47. Não entendo, no entanto, que é possível *a priori* estabelecer salvaguardas para garantir o equilíbrio entre os diversos interesses associados à alteração da estrutura de capital da Companhia. Isto porque tal equilíbrio se traduzirá, em última instância, nas condições estabelecidas para a aquisição dos bônus de subscrição, em especial, no preço de aquisição, e, diante do atual arcabouço regulatório para lidar com questões dessa natureza, acredito que as decisões sobre as condições da operação devam ser tratadas como atos de gestão.
48. Assim como os demais atos de administração, a decisão sobre a realização dessas operações e sobre a fixação das condições, inclusive seu preço, estarão sujeitas ao escrutínio dos deveres fiduciários estabelecidos nos art. 153 e seguintes da Lei n.º 6.404/76 e nos deveres e responsabilidades do acionista controlador, previstos nos arts. 116 e seguintes do mesmo documento. Estes são os mecanismos adequados e as melhores balizas para lidar com a questão de conveniência e condições dessas operações.
49. Por isso, acredito que a administração da Minerva deve fixar as condições da oferta de aquisição com observância de seus deveres fiduciários e

dos diversos interesses envolvidos já discutidos no presente voto. Nesse sentido, a elaboração de um laudo nos termos do art. 8º da Instrução CVM n.º 361, de 2002, é pertinente, mas não é presunção absoluta de adequação da decisão e, por isso, ela poderá sempre ser analisada posteriormente pela CVM com base nos deveres fiduciários estabelecidos nos arts. 153 e seguintes da Lei n.º 6.404/76 e nos deveres e responsabilidades do acionista controlador, previstos nos arts. 116 e seguintes do mesmo documento.

### Conclusões

50. Pelos motivos expostos, voto:

- i. pela aplicação do disposto no art. 30 da Lei n.º 6.404/76 à operação proposta pela Minerva;
- ii. pela não aplicação da Instrução CVM n.º 10, de 1980 à operação proposta pela Minerva;
- iii. pela confirmação de que a oferta pública para compra dos bônus de subscrição, tal como proposta pela Minerva, pode ser estendida a todos os detentores de bônus de subscrição, inclusive o Acionista Controlador;
- iv. pela confirmação de que a oferta pública para compra dos bônus de subscrição tal como proposta pela Minerva pode ser realizada por valor superior ao de mercado, desde que justificado pela administração;
- v. para que a CVM autorize a Minerva a realizar a oferta pública de aquisição dos bônus de subscrição, nos termos propostos, adotando-se as salvaguardas inspiradas na Instrução CVM n.º 361, de 2002;e
- vi. para que a conveniência e condições da oferta sejam tratadas como decisões de gestão e, por isso, atente aos deveres fiduciários estabelecidos nos arts. 153 e seguintes da Lei n.º 6.404/76 e aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, previstos nos arts. 116 e seguintes do mesmo documento.

Rio de Janeiro, 14 de junho de 2011.

**Luciana Dias**

Diretora

[1] "Art. 78. Os bônus de subscrição terão a forma nominativa. Parágrafo único. Aplica-se aos bônus de subscrição, no que couber, o disposto nas Seções V a VII do Capítulo III."

[2] "Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações."

§ 1º Nessa proibição não se compreendem:

- a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei;
- 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;
- c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria;
- d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída.

§ 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.

§ 3º A companhia não poderá receber em garantia as próprias ações, salvo para assegurar a gestão dos seus administradores.

§ 4º As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto.

§ 5º No caso da alínea d do § 1º, as ações adquiridas serão retiradas definitivamente de circulação."

[3] Sobre o tema, há também a Instrução CVM n.º 390, de 2003, que trata da negociação, por companhias abertas, com ações de sua própria emissão, mediante operações com opções.

[4] "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."

[5] "Art. 12. O preço de aquisição das ações não poderá ser superior ao valor de mercado."

[6] A determinação do preço de subscrição para aumento de capital, por exemplo, pode ser feita mediante a utilização de qualquer dos critérios do § 1º do art. 170 da Lei n.º 6.404/76. Desde que não haja diluição injustificada, a companhia é livre para fixar um preço acima ou abaixo do mercado, com base na perspectiva de rentabilidade ou no patrimônio líquido. Na subscrição de capital, os recursos estão entrando na companhia e não sendo gastos por ela e, por isso, a comparação é menos linear. Mas, o fato é que se o preço de subscrição for fixado a valor inferior ao de mercado, e é comum que seja assim, a companhia está "vendendo" as suas ações por preço inferior ao de mercado.

[7] Cf. "De qualquer forma, não pode o estatuto prever critério que situe o valor abaixo daquele que é fixado para emissão de ações em aumentos de capital (art. 170). (...) Por outro lado, se o estatuto nada previu sobre resgate, cabe à assembléia geral ter como base o mencionado critério estabelecido no art. 170", Carvalho, Modesto, *Comentários a Lei das Sociedades Anônimas*, v. I, 4ª Ed., Saraiva, São Paulo, 2002, p. 422. No mesmo sentido Eizirik e Carvalho sustentam que o valor deve guardar "absoluta consistência com os parâmetros estabelecidos no art. 170, § 1º, da Lei Societária", Eizirik, Nelson, Carvalho, Modesto, *A nova lei das S.A.*, Saraiva, São Paulo, 2002, p. 137. Ainda nesse sentido, cf. De Chiara, José Tadeu, *Resgate de Ações*, in *Revista de Direito Mercantil*, n.º 48, out./dez., 1982, p. 61; Stuber, Walter Douglas, *O lançamento de ações resgatáveis como modalidade de captação de recursos*, in *Revista de Direito Mercantil*, n.º 65, jan./mar., 1987, p. 83; Superintendência Jurídica da CVM, *Parecer sobre Resgate de Ações*, in *Revista da CVM*, n.º 3, set./dez., 1983, p. 21. Essa mesma discussão é encontrada no âmbito do Processo Administrativo CVM n.º RJ2007-1613.

[8] "Art. 3º As companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 5% (cinco por cento) de cada classe de ações em circulação no mercado, incluídas neste percentual as ações existentes, mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas. (Artigo alterado pela Instrução CVM nº 268, de 1997, que elevou de 5% (cinco por cento) para 10% (dez por cento) o limite de cada classe de ações que podem ser mantidas em tesouraria).

Art. 4º O disposto no artigo anterior não se aplica às ações reembolsadas ou caídas em comisso, nos termos dos artigos 45, § 3º e 107, § 4º da Lei nº 6.404; de 15 de dezembro de 1976.

Art. 5º Para os efeitos do Art. 3º, entende-se por ações em circulação no mercado todas as ações representativas do capital da companhia menos as de propriedade do acionista controlador."

[9] Cf. item 19.5 do Fato Relevante divulgado em 31.08.2009 pela Companhia: "19.5. Prazo e Forma de Exercício: Os Bônus de Subscrição poderão ser exercidos a qualquer tempo, a partir da data de sua emissão até a data do Vencimento do Bônus, a exclusivo critério de seu titular". Cf. ainda, o respectivo item 19.9: "19.9. Subscrição e Integralização: A subscrição das ações decorrentes do exercício de cada Bônus de Subscrição dar-se-á no ato do exercício do direito e a integralização das ações então subscritas se dará em moeda corrente nacional e à vista no ato da subscrição."

[10] "Art. 12. O preço de aquisição das ações não poderá ser superior ao valor de mercado."

[11] Cf. "Ações em tesouraria. É cabível a autorização excepcional, prevista no artigo 23 da Instrução CVM Nº 10/80, para a aquisição, em operação privada, de frações de ações resultantes de grupamento de emissão da própria companhia E por preço superior à cotação de mercado assegurado por decisão assemblear. Processo CVM n.º RJ2004-4402, relatora Diretora Norma Jonssen Parente, julgado na reunião do Colegiado de 09.11.2004". Em sentido contrário, cf. "O Colegiado ponderou o fato de a Instrução 10/80 vedar expressamente a negociação privada a preço superior ao de mercado (art. 12) e de que essa vedação, que assegura tratamento eqüitativo entre os acionistas da companhia, raramente é excepcionada", Processo CVM n.º RJ2008- 2748, julgado na reunião do Colegiado de 06.05.2008; Processo CVM n.º RJ2008-4691, relator Diretor Sérgio Weguelin, julgado na reunião do Colegiado de 08.07.2008 e Processo CVM n.º RJ2009-10676, julgado na reunião do Colegiado de 27.10.2009.