

Assunto: Consulta sobre oferta pública de aquisição de bônus de subscrição.

Interessada: Minerva SA

Diretor: Alexsandro Broedel Lopes

### VOTO

Trata-se de consulta (fls.02/11) formulada em 27/01/11 por Minerva SA ("Consultante", "Companhia" ou "Minerva") sobre oferta pública de aquisição de bônus de subscrição em ações de sua emissão. O cerne da questão presente na consulta realizada refere-se a disciplina que deverá ser aplicada à operação supramencionada de aquisição de bônus de subscrição. Questiona-se o enquadramento na disciplina da recompra de ações (Lei 6.404/76, art. 30 e ICVM 10/80) ou da oferta pública ICVM 361/02.

A SEP entendeu que a operação pretendida pela Companhia se enquadraria como uma OPA Voluntária para cancelamento dos Bônus, mas, no entanto, como a oferta pretendida não se destina ao cancelamento de registro de companhia aberta, que a mesma se enquadra na regra disposta no art. 30 da LSA, não se regendo pelo §4º do art. 4º, solicitando, ao fim, a manifestação da SRE.

A SRE, por seu turno, entende que a Companhia pode optar por seguir os procedimentos previstos na Instrução CVM nº 10/80 ou na Instrução CVM nº 361/02, o que julgar mais conveniente. A área técnica concluiu que a Consultante, no caso de optar pelos procedimentos de OPA previstos na Instrução CVM nº 361/02, deverá submeter-se às restrições impostas pela norma ao ofertante que formule OPA para aquisição de suas próprias ações.

A questão aqui apresentada não é trivial uma vez que não há um tratamento previsto explícito para a questão aqui postada da aquisição dos bônus de subscrição de emissão da própria companhia. A LSA em seu art. 78, parágrafo único, dispõe que aos bônus de subscrição se aplica a disciplina das Seções V a VII de seu Capítulo III. E justamente na Seção VI supramencionada é delineada a disciplina da negociação das ações de emissão da própria companhia que foi mais tarde detalhada pela ICVM 10/80. Assim, poder-se-ia entender que aos bônus de subscrição seria aplicada a disciplina do art. 30 da LSA (Seção VI) bem como as restrições impostas pela ICVM 10/80.

Entendo ser perfeitamente possível aplicar a exegese acima mencionada. No entanto, creio que uma abordagem menos formal e mais afeita à realidade material dos títulos objeto da presente consulta poderia ser mais interessante para iluminar a real natureza dos comandos legais e regulamentares aqui discutidos. Em suma, estamos discutindo a disciplina e especialmente a vedação às negociações com títulos e valores mobiliários de emissão da própria companhia - mais especificamente aos bônus de subscrição. A analogia possível, já mencionada, atribui a tais títulos as mesmas restrições existentes para as ações. Creio que, no entanto, seja útil entendermos os fundamentos das referidas restrições e como tais vedações se aplicam ao caso dos bônus de subscrição.

Nesse sentido a Nota Explicativa 16/80 referente à ICVM 10/80 explica:

*"O tratamento dado pela LEI Nº 6.404/76 à hipótese de negociação pelas companhias com ações de sua própria emissão abrandou o princípio de restrição genérico, permitindo em caráter de exceção, entre outras operações, a aquisição para cancelamento ou manutenção em tesouraria, bem como a posterior alienação desses títulos.*

*A restrição genérica é consequência dos princípios básicos que informam o conceito de capital social e que decorrem da necessidade de se preservar sua intangibilidade, garantindo-se os interesses dos credores e dos próprios acionistas."*

Ou seja, inicialmente, restrição à negociação com as próprias ações da companhia tem como objetivo proteger o capital social da companhia e conseqüentemente os credores que poderia ver a companhia 'esvaziada' de seus recursos econômicos em transações com os seus próprios acionistas. Tal preocupação explica da necessidade, prevista na ICVM 10/80, art. 2, de que tais operações não podem ser feitas à custa do capital social, mas sim em contrapartida de reservas ou lucros acumulados (não mais previstos depois da Lei 11.638/07) de outros exercícios. Ou seja, neste comando quis o legislador proteger a integridade do capital e da companhia em face às transações com suas próprias ações.

No entanto, este não é o único motivo para a vedação da negociação com as ações de emissão da própria companhia segundo disposto na Nota Explicativa 16/80:

*"No caso das companhias abertas, esta restrição tem ainda a justificá-la a proteção dos investidores contra a possibilidade de manipulação nos preços das ações."*

Ou seja, além da proteção do capital da companhia – uma proteção de natureza patrimonial *stricto sensu* – a vedação à negociação com ações da própria companhia guarda também uma faceta informacional e ligada a boa formação de preços no mercado e a equidade dos negócios realizados. Ou seja, tendo a vista o diferencial de informação existente entre a administração da companhia e o mercado, a eventual negociação tendo como partícipe a companhia resultará em um negócio entre partes com informação assimétrica o que poderia levar a prejuízos à formação de preços em mercados organizados. Ou seja, a presença de um agente econômico sabidamente melhor informado do que o restante do mercado alteraria o fluxo natural de alocação dos recursos. Em última instância, se essa negociação fosse possível, a administração da companhia poderia obter resultados relevantes somente negociando com suas próprias ações devido a sua superioridade informacional *a priori*. Tal procedimento, claramente, não contribui para o bom funcionamento de um mercado de capitais que se pretende canalizador de recursos para o financiamento ao investimento. Essa restrição à negociação em virtude de superioridade informacional não é exclusividade da ICVM 10/80 e abrange diversas outras situações. A Nota Explicativa 16 resalta ainda a reprovabilidade das condutas mencionadas:

*"Ocorrências identificadas como condições artificiais de demanda, de oferta ou de preço das ações ou ainda as consideradas práticas não equitativas já estão definidas na INSTRUÇÃO CVM Nº 8, de 08.10.79. Ainda assim impõe-se repeti-las no art. 2º, " c" , a título de vedação, porquanto a aquisição das próprias ações está, em todos os seus fatores constitutivos, agravada com a pena de nulidade imposta pela LEI Nº 6.404/76."*

Restringe ainda a ICVM 10/80 que tais operações, mesmo nos limites restritos ali estabelecidos, não podem ser realizadas tendo como contraparte o acionista controlador. Tais operações, devido à característica diferenciada de tal acionista, representariam ainda maior potencial de negócios sem a equidade necessária aos mercados de capitais. Comenta nesse sentido a Nota Explicativa supramencionada:

*"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."*

Sendo assim, e com base na *raison d'être* das restrições supramencionadas, creio que tais vedações não se aplicam – em sua totalidade - aos negócios com bônus de subscrição como descritos pela consultante. Entende isso pelas razões a seguir expostas.

Inicialmente, companhia ao adquirir tais bônus o fará dentro dos limites de suas reservas o que não irá implicar em sua eventual descapitalização. Ou seja, a operação proposta respeita o disposto pela ICVM 10/80 neste quesito específico e conforme nos foi informado.

A operação proposta resultará no cancelamento dos referidos títulos e não em sua manutenção em tesouraria. Sendo assim, não existe o risco da companhia negociar com tais papéis com o intuito de lucro criando assim condições não equitativas no mercado. Tais papéis serão adquiridos visando uma estratégia ligada a estrutura de capital da empresa e não visando ganhos futuros com sua negociação.

A companhia promoverá a compra dos papéis dos acionistas controladores e dos acionistas minoritários integralmente. Ou seja, não há preferência ou conflito entre os diferentes detentores dos bônus. Ambos receberão recursos na medida dos títulos que possuem.

Entendo assim, que as eventuais restrições aos negócios com o controlador presentes na ICVM 10/80 não se aplicam ao caso concreto. Fica ainda conforme voto do Diretor Eli Loria neste mesmo caso "evidente a necessidade da ampla divulgação da operação pretendida não só na publicação do edital da oferta pública de aquisição, mas, também, no prospecto e anúncios referentes à distribuição pública de debêntures conversíveis em ações como mencionada na consulta. Cabe à área técnica verificar, como de praxe, os procedimentos da distribuição pública uma vez que será excluído o direito de preferência dos atuais acionistas".

Ademais, vale ressaltar, mesmo à custa de obviedade, que tais operações podem ser, *ex-post*, analisadas vis-à-vis o dever de diligência dos administradores da companhia e dos interesses dos credores e demais *stakeholders*. Tal consideração, no entanto, não pode ser realizada nesta sede.

É meu voto.

Rio de Janeiro, 14 de junho de 2011.

Alexsandro Broedel Lopes

Diretor