

Interessada: Brazilian Finance & Real Estate S.A.

Assunto: Pedido de reconsideração da decisão do Colegiado acerca da negociação com ações de própria emissão.

Diretor relator: Otavio Yazbek

Relatório

I. Objeto

Trata-se de pedido de reconsideração da decisão proferida em 31.5.2011 pelo Colegiado desta Autarquia, que autorizou a Brazilian Finance & Real Estate S.A. ("BFRE" ou "Companhia") a recomprar, por meio de operações privadas, as ações que os seus administradores adquiriram em razão de plano de opção de compra de ações.

II. Fatos

II.A. Pedido da Companhia

2. Em seu pedido inicial, embora tenha enfatizado os argumentos relacionados diretamente à necessidade de aquisição de ações detidas por seus administradores em razão de plano de opção de compra, a Companhia solicitou que fosse autorizada a aquisição privada de todas as ações de que seus administradores fossem titulares.
3. Naquela ocasião, foi esclarecido que os motivos pelos quais se pretendia realizar a recompra de todas as ações de sua emissão detidas pelos administradores eram, basicamente: (i) oferecer liquidez às ações que os administradores teriam adquirido, uma vez que as ações da Companhia ainda não eram negociadas em mercado, e (ii) evitar a dispersão da base acionária enquanto não fosse realizada nenhuma oferta pública de distribuição de ações.
4. Com efeito, em 2007 e também em 2009, a Companhia suspendeu os pedidos de registro de distribuição pública que apresentara à CVM. Ela já havia, no entanto, aprovado e implementado um plano de opção de compra de ações, por meio do qual foram outorgadas opções de compra de ações aos seus administradores, com a intenção de que os beneficiários pudessem vender suas ações em bolsa.

II.B. Entendimento da Área Técnica

5. A SEP, em sua análise (fls. 88-90), aduziu que, caso a recompra fosse realizada nos termos em que solicitada pela Companhia, não haveria descumprimento do disposto nos arts. 2º [1] e 3º [2] da Instrução CVM n.º 10, de 14.2.1980, e que o art. 12 [3] da Instrução não seria aplicável, tendo em vista que as ações da Companhia não são negociadas em bolsa.
6. O Superintendente de Relações com Empresas manifestou, contudo, em despacho datado de 11.5.2011 (fl. 91), que as justificativas apresentadas pela Companhia não satisfariam a exigência prevista no art. 23[4] da Instrução CVM n.º 10/1980, segundo a qual a concessão de autorização para recompra de ações de própria emissão só poderia ser outorgada em casos especiais e plenamente circunstanciados.
7. Sem embargo, o Superintendente ponderou que, caso a CVM autorizasse a operação pretendida, não vislumbrava prejuízos à Companhia tendo em vista que: (i) a Companhia não possui valores mobiliários negociados, (ii) todos os acionistas e administradores aparentemente concordam com a negociação privada pretendida, (iii) o art. 2º da Instrução CVM n.º 10/1980 seria observado, e (iv) não há indícios de que a compra de ações comprometeria a situação econômico-financeira da Companhia.

II.C. Decisão do Colegiado

8. Em 31.5.2011, o Colegiado desta Autarquia deliberou conceder autorização para a Companhia recomprar, por meio de operações privadas, as ações que os seus administradores adquiriram em razão do plano de opção de compra de ações. Em meu voto, destaquei o seguinte:
 - i. a situação então apresentada representava, a meu ver, um caso especial e plenamente circunstanciado, tal qual exigido pelo *caput* do art. 23 da Instrução CVM n.º 10/1980 – a Companhia entregou ações aos seus administradores na expectativa de que estes, na seqüência, pudessem alienar aquelas ações em mercado. Como já esclarecido, porém, a distribuição pública de ações não ocorreu e os títulos não apenas não ganharam liquidez; e
 - ii. a permissão para recompra de ações dos administradores não deveria se estender a outras ações, que não se tivesse adquirido em razão do plano de opção de compra de ações, pois apenas neste caso se vislumbrava aquele caráter especial e circunstanciado para a outorga da autorização.

II.D. Pedido de Reconsideração

9. Em 15.7.2011, a Companhia protocolou pedido de reconsideração da decisão acima referida, destacando da seguinte forma o que entende ser a "*correta interpretação*" dos dispositivos legais e regulamentares aplicáveis à sua situação:
 - i. de acordo com o §1º, "b", do art. 30 da Lei 6.404, de 15.12.1976, "*toda negociação [com as próprias ações] que não atinja a cifra do capital social deve ser admitida*";
 - ii. para o caso de companhias abertas, a Lei 6.404/1976 determinou, no §2º do seu art. 30, como "cuidado adicional", a obediência às normas editadas pela CVM. Esta "*interferência normativa (...) advém da necessidade de proteger o público investidor de manipulações indevidas no mercado, preservando o tratamento equitativo entre companhia (e por extensão seus acionistas) e a sua contraparte*"; e
 - iii. "*a negociação com as próprias ações é uma decisão negocial, cabendo exclusivamente aos administradores da sociedade o juízo sobre a conveniência e necessidade da operação*".
10. Além disso, também no pedido de reconsideração, a Companhia apresentou as particularidades do seu caso concreto, descritas da seguinte maneira:
 - i. as ações de emissão da Companhia estão "*concentradas nas mãos de apenas 3 (três) grandes acionistas, vinculados pelo Acordo de Acionistas da BFRE: Ourinvest Real Estate Holding S.A. ("Ourinvest"), TPG Axon BFRE Holding, LLC e Coyote, LLC*";

- ii. em 6 de junho de 2011, a Ourinvest celebrou " *Contrato de Empréstimo de Ações Preferenciais de Emissão da BFRE*" com o Sr. Moise Politi, por meio do qual " *concedeu ao Sr. Moise Politi o direito exclusivo, durante o prazo de 03 (três) anos, de comercializar, no todo ou em parte, 2.435.000 (...) ações preferenciais de emissão da BFRE ("Ações Emprestadas"). Em contrapartida, o Sr. Moise Politi concordou em pagar à Ourinvest R\$ 75.000,00 (...) pro rata para cada ano de duração do Contrato de Empréstimo*". Ainda em função do referido contrato, " *o Sr. Moise Politi deverá restituir as Ações Emprestadas em até 03 anos, ou, caso não disponha de ações preferenciais de emissão da BFRE em número suficiente para a restituição das Ações Escriturais, o mutuário deverá transferir para a Ourinvest o equivalente a R\$ 15.000.000,00, atualizados pelo IGP-M a partir da data de assinatura do Contrato de Empréstimo*";
- iii. " *[a] Administração da Companhia entende que a recompra privada, pela BFRE, das Ações Emprestadas, para manutenção em tesouraria, é a solução que melhor resguarda o seu interesse social, uma vez que evita, por ora, o ingresso no capital social de acionistas estranhos ao Acordo de Acionistas, facilitando, desta forma, a governança da Companhia*";
- iv. todos os seus acionistas (a) concordam que a recompra privada ora sob análise está em linha com o melhor interesse da Companhia [\[5\]](#), e (b) não têm interesse em alienar, neste momento, suas respectivas ações preferenciais para a Companhia; e
- v. a aquisição das " *Ações Emprestadas*" não representaria qualquer infração ao disposto nos arts. 2º, 3º e 12 da Instrução CVM n.º 10/1980. Especificamente quanto ao mencionado art. 2º, a Companhia destaca que (a) " *a operação pretendida será arcada com recursos que representam 8,23% do saldo da reserva de lucros*", (b) " *a recompra tampouco criará condições artificiais de demanda, oferta ou preço, ou envolverá práticas não equitativas*", (c) " *todas as ações foram devidamente integralizadas*", (d) " *o Sr. Moise Politi não é controlador da BFRE*", e (e) " *não está em curso oferta pública de aquisição de suas ações*".

É o relatório.

Voto

1. Embora a questão se esgote, na minha opinião, pela consideração das circunstâncias de fato, creio que o presente voto deve se iniciar por um breve esclarecimento acerca do regime jurídico aplicável às operações das companhias com as ações de sua emissão.
2. Isso porque no pedido de reconsideração apresentado sustenta-se que, ante o disposto no § 1º, "b", do art. 30 da Lei n.º 6.404/1976, a regra é a possibilidade de aquisição de ações pela companhia, desde que mantido incólume o capital social. Na seqüência, o pedido parte para a análise dos motivos para a "interferência normativa" da CVM no caso das companhias abertas, asseverando, com base na opinião de alguns autores, que ela " *advém da necessidade de proteger o público investidor de manipulações indevidas no mercado, preservando o tratamento equitativo entre a companhia (e por extensão seus acionistas) e a sua contraparte*".
3. Em sua conclusão quanto a este ponto, o Recorrente assevera que " *caso a companhia aberta requeira a autorização à CVM, nos termos do art. 23 da Instrução CVM n. 10/80, para proceder com uma negociação privada com as próprias ações, e desde que (i) a operação seja apresentada de forma circunstanciada; (ii) reste comprovado que todos os requisitos do art. 2º da Instrução CVM n. 10/80 foram atendidos; e (iii) a Autarquia conclua, com base nas circunstâncias fundamentadoras do pedido, que a operação, tal como pretendida, não dará ensejo a manipulação de mercado ou de preço das ações, ou, ainda, tratamento injusto ou não equitativo dos acionistas, não haverá qualquer óbice que justifique a não autorização da operação*".
4. Meu principal problema reside no pressuposto de que se parte na argumentação apresentada: por mais que a Recorrente e os autores por ela mencionados asseverem tal ponto, o § 1º do art. 30 não tem o condão de inverter o sentido do mandamento contido no *caput*, transformando-o de vedação em autorização *a priori*. Mais do que isso, o próprio § 1º, "b", daquele dispositivo, coloca como exceção para a proibição, " *a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, inclusive a legal, e sem diminuição do capital social ou por doação*".
5. O dispositivo tem, de fato, como sua principal finalidade a proteção da intangibilidade do capital social. Contudo, como nas operações dessa ordem realizadas em companhias abertas, incidem outras preocupações ao lado daquelas referentes exclusivamente à integridade do capital social, o parágrafo subsequente daquele mesmo artigo outorgou à CVM não apenas o poder de regulamentar a matéria, como também de autorizar as ditas operações, caso a caso.
6. A Diretora Luciana Dias, no Processo Administrativo CVM n.º RJ 2010/14060 (decidido em 5.4.2011), aponta, dentre estas outras preocupações: (i) a possibilidade de realização de operações com fins de manipulação de mercado ou do preço das ações, (ii) a possibilidade de tratamento injusto ou não equitativo dos acionistas da companhia, (iii) o risco de se criarem situações em que certos agentes, detentores de informações privilegiadas, se beneficiem em detrimento dos demais; e a própria ameaça à integridade do capital social.
7. Por mais que se identifiquem tais riscos, porém, as situações possíveis são tão distintas – e o ponto de que se parte, vale frisar, é uma proibição genérica à negociação – que se previu também, para a CVM, a possibilidade de autorização prévia em cada caso. Ao tratar dessa autorização, de cunho excepcional, no art. 23 da Instrução CVM n.º 10/1980, a Autarquia remeteu não apenas às restrições do art. 2º da mesma Instrução, como também à necessidade de os casos serem " *especiais e plenamente circunstanciados*". É muito importante deixar claro que na análise dos casos concretos deve-se reconhecer as circunstâncias especiais a que faz referência o dispositivo e que, ao fazê-lo, não é possível se restringir, como a Recorrente sugere, à mera constatação de alguma especificidade e ao reconhecimento da inexistência dos empecilhos relacionados no art. 2º da Instrução CVM n.º 10/1980.
8. Em outras palavras, não basta que meramente se constate, em um caso descrito de maneira detalhada: (i) que a operação não importa diminuição do capital social; (ii) que não se requer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis; (iii) que não se cria, por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolve práticas não equitativas; (iv) que a operação não tem por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador; e (v) que não esteja em curso oferta pública de aquisição de suas ações.
9. A dicção do art. 23 da Instrução é bastante clara – os pontos mencionados no parágrafo anterior são pressupostos necessários para que se possa postular a autorização e limites para a capacidade de autorizar da CVM. Mas ela não impede que a CVM considere outros aspectos – o que, aliás, é coerente com a possibilidade outorgada pela Lei ao regulador. Assim, antes de autorizar a realização das operações ali referidas, deve a CVM perquirir a respeito do caráter especial e plenamente circunstanciado da situação que se lhe apresentou, bem como verificar se as operações pretendidas não afrontam os interesses que incumbe à Autarquia tutelar. Parece-me claro que, se o norte da CVM devem ser as preocupações apontadas pela Diretora Luciana Dias, ela não pode se esquivar de considerar a operação que lhe foi submetida sob o prisma do "interesse público".
10. Cumpre, então, verificar se, no presente caso, se está diante de condições que justifiquem uma decisão autorizadora das operações, seja tendo em vista a especificidade das circunstâncias, seja tendo em vista as demais preocupações relacionadas a este tipo de operação.

11. Originariamente, o pleito formulado pela companhia falava em aquisição de ações detidas por seus administradores, mas usava, como principal fundamento a necessidade de "dar liquidez" às ações detidas por seus administradores em razão de plano de opção de compra de ações – estes, com efeito, teriam recebido aqueles títulos, mas não teriam como aliená-los em razão da não realização de distribuição pública de ações. O pleito foi concedido, assim, exclusivamente para as ações que teriam sido objeto daquele plano, tratando-se, assim, (i) de caso especial e plenamente circunstanciado e (ii) em que não se vislumbrou nada que se contrapusesse ao regime acionário e aos princípios que norteiam a atuação da CVM.
12. No presente pedido de reconsideração, porém, se pede que aquela autorização, concedida de forma restritiva também incluía outras ações que, vale reforçar, teriam sido emprestadas, em junho de 2011, pela sociedade controladora da Companhia, a Ourinvest, para o administrador Moise Politi, que é Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente da BFRE. Pelo que se pôde apurar, embora tal ponto não tenha sido trazido aos autos, o referido administrador não é um terceiro, estranho à Ourinvest, sendo titular de parcela significativa do capital desta. Vale descrever tal quadro com mais vagar.
13. O formulário de referência que a Companhia apresentou em 22.7.2011 confirma a informação prestada no pedido de reconsideração de que a titularidade das ações de emissão da Companhia está, basicamente, dividida entre 3 grandes acionistas: (i) a já referida Ourinvest, titular de 70,60% das ações ordinárias e 2,40% das ações preferenciais, (ii) a TPG-Axon BFRE Holding, LLC, titular de 20,20% das ações ordinárias e 65,00% das ações preferenciais, e (iii) a Coyote Trail, LLC, titular de 9,20% das ações ordinárias e 29,70% das ações preferenciais. Extrai-se também, do mencionado formulário de referência da BFRE, que Moise Politi não só desempenha a função de presidente do conselho de administração e de diretor presidente da BFRE, como é titular de participação acionária na Ourinvest. Assim, de acordo com o item 15.1 do formulário de referência da BFRE, o capital social da Ourinvest está dividido entre 6 indivíduos, sendo que, se considerado o número total de ações, Moise Politi, como titular de 42,52% das ações preferenciais (o que equivale a 20,83% do total de ações), seria o segundo maior acionista.
14. A justificativa apresentada para a compra das ações pela Companhia, que ora se postula, é baseada em dois fatos: (i) hoje, as ações da Companhia não dispõem de nenhuma liquidez, uma vez que ainda não se fez nenhuma distribuição pública; e (ii) caso Moise Politi aliene as ações quer recebeu emprestadas a quaisquer terceiros, estes ingressarão no quadro societário, o que se pretende evitar.
15. Nessa linha, aliás, os atuais acionistas encontram-se vinculados por acordo de acionistas destinado a ordenar o exercício da governança da sociedade. Adquirir as ações, impedindo o ingresso de terceiros, estranhos a tal acordo, antes da distribuição pública seria, assim, "*decisão negocial da Companhia, cabendo exclusivamente aos acionistas da BFRE o juízo sobre a sua conveniência e necessidade*".
16. Isto posto, cumpre passar à análise da razoabilidade do pleito, ou seja, à análise acerca da possibilidade de caracterização do caso como "*especial e circunstanciado*" e de conseqüente autorização da recompra.
17. Correndo o risco da redundância, essa é a situação que ora vislumbro: o Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente da Companhia toma um significativo número de ações emprestadas do controlador, do qual ele também é um acionista relevante. Para que ele não venda aquelas ações, gerando dispersão, a administração, a própria Companhia, em "*decisão negocial*", decide adquirir aquelas ações.
18. Ora, se o argumento principal é o de evitar a dispersão da base acionária antes de uma oferta pública, e os acionistas concordam com este "objetivo", como pode a Ourinvest emprestar ações emitidas pela Companhia para seu acionista, senão para que ele as revendesse? Se o referido acionista da Ourinvest é também administrador da Companhia, ocupando os dois cargos mais relevantes da administração, no Conselho de Administração e na Diretoria, como ele poderia simplesmente ignorar não só os termos do acordo, mas também aquilo que é declarado como melhor interesse da Companhia?
19. Fora isso, o empréstimo de coisa fungível é o chamado "mútuo", que, por definição, transfere a propriedade dos bens emprestados. Pelos termos, extremamente restritivos do acordo de acionistas, não é razoável que os demais acionistas não soubessem desde antes não só de tal contratação, como de sua finalidade, que era a subsequente venda das ações^[6]. E, mais do que isso, tanto a BFRE quanto Moise Politi são, no acordo de acionistas, intervenientes anuentes.
20. Ante esse quadro, não consigo ver como aquela aquisição possa atender, diretamente, ao interesse da Companhia e como ela possa, de fato, corresponder a uma verdadeira decisão negocial. Ao contrário, trata-se de operação realizada exclusivamente em favor, torno a repetir, de um administrador da companhia e acionista relevante da sua controladora. Ainda que não haja acionistas minoritários a proteger no presente caso, que haja a anuência de todos os três atuais acionistas e que o capital social não seja afetado, não me parece que o contexto justifique que se reconheça, aqui, um caso especial e circunstanciado, em que as operações se justificam pela sua consonância com os interesses da companhia e sua coerência com os princípios que norteiam a legislação e a regulamentação em vigor, o que justificaria a outorga da autorização – em suma, a aquisição de ações recebidas por administradores em um plano de opções, cuja liquidez foi afetada por fato superveniente, é uma coisa; a aquisição de ações emprestadas pela controladora ao principal administrador da companhia, em razão de necessidades pessoais deste, é outra, distinta.
21. Entendo, então, que se deve manter a decisão recorrida, em toda a sua extensão.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2011.

Otávio Yazbek

Diretor relator

[1] 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."

[2] 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". A Instrução CVM n.º 268, de 13.11.1997, vale frisar, aumentou tal limite para 10% (dez por cento).

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

[4] 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."

[5] Tanto assim que os acionistas declararam à Companhia que pretendiam aprovar, e de fato aprovaram a matéria em Assembleia Geral Extraordinária de 7.7.2011, cuja ata foi protocolada no sistema IPE em 8.7.2011 sob o protocolo n.º 297.276.

[6] Cf. Cláusula 2.1(b) do Acordo de Acionistas, (i) até dezembro de 2011, a Ourinvest não pode alienar as ações de emissão da Companhia que sejam de sua titularidade sem o consentimento dos acionistas signatários deste acordo, e (ii) até dezembro de 2012, Moise Politi não pode alienar as ações de emissão da Companhia que sejam de sua titularidade sem o consentimento dos acionistas signatários deste acordo.