

Interessado: Minerva S.A.

Assunto: Pedido de autorização para alienação privada de ações em tesouraria para pagamento parcial de preço de aquisição de participação acionária.

Diretor Relator: Luciana Dias

Relatório

I. Objeto.

1. Trata-se de pedido de autorização apresentado por Minerva S.A. ("Minerva" ou "Companhia") para alienação privada de ações ordinárias de sua emissão, atualmente em tesouraria, nos termos do art. 23 da Instrução CVM n.º 10, de 1980, para adimplemento parcial do preço de aquisição de ações de emissão da companhia uruguaia Pulsa S.A. ("Pulsa"), representativas da totalidade de seu capital social.

II. Operação subjacente e pedido de autorização.

2. Em 18.01.11, a Companhia publicou Fato Relevante sobre a celebração, com a Pulsa, de Promessa de Contratar Sujeita a Condições ("Promessa"). Por força da Promessa, a Companhia comprometeu-se a adquirir ações representativas da totalidade do capital social da Pulsa pelo valor total de US\$65.000.000,00, dos quais, aproximadamente, US\$14.000.000,00 seriam pagos por meio da transferência de 2.704.000 ações de emissão da Minerva, ao preço unitário de R\$8,75 (fls. 08/09).
3. Em 22.03.11, a Minerva divulgou novo Fato Relevante informando a celebração de Contrato de Compra e Venda de Ações ("Contrato"). Por força do Contrato, a Companhia se obrigou a adquirir ações de emissão da Pulsa representativas da totalidade de seu capital social. O Fato Relevante reiterou que parte da operação poderia ser adimplida por meio de transferência de ações de emissão da Companhia, mediante obtenção de prévia autorização da CVM (fls. 10).
4. Nessa mesma data, 22.03.11, a Companhia apresentou à CVM pedido de autorização para alienação privada de até 2.704.000 ações ordinárias de sua emissão, mantidas em tesouraria, para pagamento parcial do preço convencionado no Contrato (fls. 03/07). O pedido tem fundamento no art. 30, Lei n.º 6.404, de 1976^[1], combinado com os art. 9º ^[2] e 23 ^[3] da Instrução CVM n.º 10, de 1980.
5. Segundo o pedido da Companhia, o pagamento parcial do preço do Contrato mediante a alienação privada de ações de sua emissão demonstraria o alinhamento de interesses entre o alienante da Pulsa e os acionistas da Companhia, uma vez que "*evidencia a confiança na valorização das ações da Companhia após completada a aquisição da Pulsa*" (fls. 04).
6. Ainda de acordo com o pleito da Minerva, a circunstância especial exigida pelo art. 23 da Instrução CVM n.º 10, de 1980, seria a própria aquisição da Pulsa. Essa operação se daria no melhor interesse da Companhia, sem diluição dos atuais acionistas (fls. 05).
7. A Companhia destaca ainda que: (i) a CVM tem precedentes autorizando a alienação privada de ações de própria emissão em situações semelhantes (Processo CVM RJ2008-4169); e (ii) a operação para a qual se solicita autorização não é capaz de afetar substancialmente o preço das ações de emissão da Companhia, no tocante ao disposto no art. 15 da Instrução CVM n.º 10, de 1980.

III. Parecer da SEP.

8. Em 07.06.11, a SEP manifestou entendimento favorável ao deferimento do pedido, em função dos seguintes fundamentos:
 - i. a operação não seria capaz de afetar substancialmente a formação de preços no mercado, não sendo aplicável, assim, o procedimento especial de negociação disposto no art. 15 da Instrução CVM n.º 10, de 1980;
 - ii. a operação de alienação privada de ações estaria em desacordo apenas com o art. 9º, Instrução CVM n.º 10, de 1980, por não permitir operações privadas; no entanto, a CVM pode, diante de operações especiais e plenamente circunstanciadas, nos moldes do art. 23, Instrução CVM n.º 10, de 1980, conceder autorizações para alienações privadas de ações emissão da própria companhia; e
 - iii. a alienação para a qual se pede autorização seria um caso especial e plenamente circunstanciado, em termos semelhantes aos do precedente do Processo CVM RJ2008-4169.

Voto

1. As operações das companhias com ações de sua própria emissão são disciplinadas pelo art. 30 da Lei n.º 6.404/76. Especificamente em relação às companhias abertas, essas operações são reguladas pela Instrução CVM n.º 10, de 1980.
2. Nos termos do art. 9º da Instrução CVM n.º 10, de 1980, a alienação das ações de emissão das companhias abertas deve ser realizada em bolsa de valores. Essa exigência reflete algumas preocupações do regulador. Primeiro, o ambiente bursátil tende a conferir maior transparência para essas operações. As negociações públicas também protegem a companhia em relação ao preço de tais operações, ou seja, evita que a companhia seja prejudicada por comprar ou vender ações a preços, respectivamente, maiores ou menores que os de mercado^[4]. Finalmente, as negociações públicas garantem tratamento equitativo aos acionistas da companhia.
3. No entanto, a Instrução CVM n.º 10, de 1980, reconhece que há situações na vida das companhias que podem justificar o afastamento desta regra. Assim, o art. 23 da Instrução CVM n.º 10, de 1980, confere à CVM a possibilidade de autorizar, em casos especiais e plenamente circunstanciados, a alienação privada das ações, ou seja, fora de ambiente bursátil.

4. Portanto, desde que seja demonstrada e justificada a excepcionalidade do caso e que sejam cumpridas as demais exigências legais e regulamentares aplicáveis, a CVM pode dispensar uma regra criada pela própria autarquia, autorizando alienações privadas [\[5\]](#).
5. Os precedentes da CVM reconhecem a excepcionalidade exigida pelo art. 23, da Instrução CVM n.º 10, de 1980, em diversas situações. Operações societárias em que a companhia pretende utilizar ações de sua emissão mantidas em tesouraria como parte do pagamento do preço de aquisição de outras empresas já foram reconhecidas pelo Colegiado como situações excepcionais [\[6\]](#).
6. Acompanho o entendimento expresso nos precedentes, e assim, entendo que o presente pedido de autorização de alienação privada de ações de própria emissão pode ser analisado no contexto do art. 23 da Instrução CVM n.º 10, de 1980.
7. Resta verificar se a alienação proposta de alguma maneira fere os objetivos do art. 9º da Instrução CVM n.º 10, de 1980, quais sejam: (i) se a operação foi realizada com níveis de transparência adequados; (ii) se o processo de determinação do preço atribuído às ações foi adequado; e (iii) se os acionistas da companhia foram tratados de forma equânime.
8. A aquisição da Pulsa pela Companhia foi aprovada em reunião do conselho de administração realizada em 17.01.2011 (fls. 11/12). Em 18.01.11, a Companhia publicou Fato Relevante sobre a celebração, com a Pulsa, da Promessa. Em 22.03.11, a Minerva divulgou novo Fato Relevante sobre a celebração do Contrato, no qual se reiterou que parte da operação poderia ser adimplida por meio de transferência de ações de emissão da Companhia, mediante obtenção de prévia autorização da CVM (fls. 10). Posteriormente a operação foi ratificada em Assembleia Geral realizada em 29.04.2011 (fls. 47/49). Considero que esses são níveis de transparência adequados.
9. O preço atribuído às ações da Companhia (R\$8,75/ação) constou do Fato Relevante divulgado em 18.01.11 (fls. 08/09). Muitos dos precedentes da CVM autorizam a alienação privada de ações de emissão própria porque ela é feita a valor de mercado ou sob a condição de que ela seja feita a valor de mercado. Isto porque, conforme já mencionado, a formação transparente do valor de mercado protege a companhia de maus negócios [\[7\]](#).
10. Observo que o preço atribuído às ações da Companhia na operação (R\$8,75) é superior ao preço médio em mercado nos últimos 22 meses (R\$6,36), bem como ao maior preço atingido pelo papel no mesmo período (R\$7,75). Ou seja, a operação está sendo realizada a valor diferente do valor de mercado [\[8\]](#).
11. Determinar se um valor diferente do valor de mercado é adequado para selar determinada operação é sempre uma tarefa complexa, porque leva em conta inúmeros aspectos muito difíceis de serem analisados sob o ponto de vista do regulador [\[9\]](#). Por isso, entendo que primeiro é importante verificar se as condições em que tal valor foi negociado pelos administradores da companhia e aprovado por seus órgãos, de alguma maneira, levantam qualquer dúvida sobre sua adequação.
12. Não há nada nos autos que possa demonstrar qualquer tipo de vinculação societária prévia entre Pulsa e Minerva. Assim, é correto presumir que seus administradores negociaram a Promessa e o Contrato de forma independente e o resultado desta operação foi comutativo para ambas as companhias. Adicionalmente, a operação foi apreciada em reunião de Conselho de Administração e ratificada em Assembleia Geral da Companhia, posteriores a tais negociações, sem que constem ressalvas ou manifestações contrárias.
13. Assim, aparentemente, não há vícios formais ou materiais que coloquem em dúvida o processo de negociação das condições da operação e, em particular, do preço atribuído às ações em tesouraria da Companhia a serem entregues ao controlador da Pulsa.
14. Além disso, o preço atribuído às ações de emissão da Minerva na operação é superior ao valor de mercado. A estipulação de preço de alienação de ações próprias acima do valor de mercado na venda de tais ações pela Companhia é um dos fatores que podem proteger as companhias e seus acionistas dos riscos de maus negócios que a exigência regulamentar de negociação em ambiente de bolsa de valores visa a prevenir.
15. Isto parece estar confirmado neste caso específico. Caso a Minerva deixe de efetuar o pagamento em ações, conforme estabelecido no Contrato, pode vir a ter que entregar mais recursos do que os que seriam angariados com a venda das mesmas ações em mercado. Parece lógico assim, ser no interesse da Companhia e dos acionistas titulares de ações em circulação, que a Minerva utilize o saldo de ações em tesouraria para efetuar o pagamento do preço estabelecido no Contrato.
16. Adicionalmente, vale lembrar que as decisões sobre a realização dessas operações e sobre a fixação das condições, inclusive seu preço, estão 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 da mesma lei.
17. Finalmente, a autorização ora pleiteada de alienação de 2.704.000 ações mantidas em tesouraria a uma única pessoa, não acionista, como pagamento de parcela do preço de aquisição de um novo ativo não parece configurar tratamento distinto entre acionistas, não ferindo, portanto, o princípio do tratamento equânime protegido pelo art. 9º da Instrução CVM n.º 10, de 1980.
18. Diante de todo o exposto, voto pelo deferimento do pedido de autorização apresentado pela Companhia, esclarecendo que essa autorização abrange apenas a quantidade de ações necessária para efetuar o pagamento parcial do preço de aquisição estabelecido no Contrato (até 2.704.000 ações).

Rio de Janeiro, 8 de novembro de 2011.

Luciana Dias

Diretora

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

§ 1º Nessa proibição não se compreendem: (...)

c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria;"

[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] Ver voto do Presidente Marcelo Trindade no pedido de autorização para negociação privada de ações de própria emissão sob tratamento confidencial - Companhia Vale do Rio Doce, Reg. Nº 5522/07.

[5] Para uma discussão mais aprofundada sobre essa prerrogativa da CVM, ver voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Processo CVM RJ2004/3666.

[6] A operação que a Companhia pretende realizar no presente caso é semelhante à operação realizada no âmbito do Processo CVM RJ2008/4169, rel. Diretor Sergio Weguelin, j. 08.07.2008. Naquela ocasião, a JBS S.A. pretendia obter autorização para utilizar a totalidade de ações de sua emissão mantidas em tesouraria como parte do pagamento das ações da National Beef Packing Company, LLC. O Colegiado entendeu presentes justificativas suficientes e adequadas para conceder a autorização pretendida. Em sentido semelhante, ainda que em operações de natureza distinta, confirmaram-se os seguintes precedentes: Proc. CVM n.º 2008-12855, Copasa, rel. Diretor Marcos Pinto, j. 05.05.2009; Proc. CVM n.º 2008-12855, Randon S.A, rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 14.07.2009; Proc. CVM n.º RJ2009-5962, CSN, rel. Diretor Marcos Pinto, j. 23.06.2009; Proc. CVM n.º RJ2004-6333, Braskem S.A., rel. Diretor Eli Loria, j. 25.10.2004; Proc. CVM n.º RJ2004-3666, Unibanco, j. 23.06.2004; Proc. CVM n.º RJ2009-9588, rel. Diretor Eli Loria, j. 27.10.2009.

[7] Proc. CVM n.º 2008-12855, Copasa, rel. Diretor Marcos Pinto, j. 05.05.2009; Proc. CVM n.º 2008-12392, Randon S.A, rel. Diretor Otavio Yazbek, j. 14.07.2009; Proc. CVM n.º RJ2009-5962, CSN, rel. Diretor Marcos Pinto, j. 23.06.2009; e Proc. CVM n.º 2007-14993, ALL.

[8]

Período de 04/01/2010 até 26/10/2011:		
Fechamento máximo:		R\$ 7,75
Fechamento mínimo:		R\$ 4,68
Fechamento médio:		R\$ 6,36
Fonte: Economática		

[9] Por essas razões, em muitas situações a CVM não adentra ao mérito da discussão sobre o preço justo dispensando em determinadas operações a obrigação de apresentação de laudo de avaliação quando o preço houver sido negociado de maneira independente entre as partes, cf.: "A CVM decidiu inúmeras vezes que a negociação entre partes independentes deve ser aceita como indicadora de preço justo, e chegou até a autorizar a dispensa de apresentação de laudo de avaliação com base nessas negociações", Processo CVM RJ-2007-3296, Presidente Maria Helena Santana, j. 31.10.2007.