

Requerente: Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.

Assunto: Pedido de autorização para negociação privada com ações de própria emissão.

Diretor Relator: Otavio Yazbek

Relatório

1. Trata-se de pedido de autorização da Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. ("Companhia") para que possa, de forma privada, exercer direito de preferência para a aquisição de ações de sua própria emissão de titularidade dos beneficiários dos seus programas de opção de compra de ações, tanto os atuais quanto os futuros.
2. Em seu pedido (fls. 2-6), a Companhia argumentou que:
 - i. os acionistas da Companhia aprovaram, em assembleia geral extraordinária do dia 8.11.2006, a criação de um plano de opção de compra de ações ("Plano de Opção"), cuja cláusula 7.4 dispõe que "*O conselho de administração ou o Comitê, conforme o caso, poderão estabelecer que a alienação de Ações dar-se-á respeitado o direito de preferência da Companhia, em igualdade de condições*";
 - ii. com fundamento nessa disposição contratual, o conselho de administração da Companhia pretende estabelecer, para os programas de opções de 2007, 2008 e também para os futuros, o direito de preferência da Companhia para adquirir, em igualdade de condições com terceiros ou em condições de mercado^[1], as ações outorgadas no âmbito desses programas que venham a ser alienadas por seus beneficiários;
 - iii. a totalidade dos beneficiários dos programas atuais já manifestou sua concordância com a inclusão do direito de preferência da Companhia para a recompra das ações objeto de outorga;
 - iv. para o seu conselho de administração, tal arranjo atenderia aos interesses da Companhia, uma vez que "*a entrada das novas ações em circulação acarretaria imediata diluição aos acionistas, ao passo que o exercício do direito de preferência asseguraria que as ações entregues para o cumprimento das Opções outorgadas pudessem retornar à tesouraria caso se julgasse adequado e sempre observadas as condições de mercado*"^[2]; e
 - v. a estipulação do direito de preferência da Companhia para recompra das ações objeto de programas, atuais e futuros, cumpre os dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15.12.1976, e da regulamentação da CVM^[3], bem como está em consonância com os julgados mais recentes do Colegiado a respeito do tema^[4].
3. A Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), ao analisar o pedido (fls. 20-25), frisou que, em linha com a posição do Colegiado ^[5], transações de recompra de ações, decorrentes do exercício de direito de preferência, embora sejam acessórias a planos de opção, devem ser examinadas à luz do art. 23 da Instrução CVM n.º 10/1980^[6] e, portanto, de forma separada da alienação de ações aos beneficiários desses planos (uma vez que não se enquadram na autorização genérica contida no inciso II do art. 3º da Instrução CVM n.º 390, de 8.7.2003^[7]).
4. Prossequindo sua análise, a área técnica concluiu não vislumbrar óbices à realização das aquisições privadas, desde que relacionadas ao exercício de opções outorgadas no âmbito do Plano de Opções, pois:
 - i. a Companhia se compromete a realizar as operações de recompra em condições de mercado e de forma equitativa, observando os requisitos indispensáveis enumerados no art. 2 da Instrução CVM n.º 10/1980; e
 - ii. o exercício do direito de preferência evitaria a diluição dos atuais acionistas.
5. Por fim, a área técnica registrou que se reserva "*o direito de, a qualquer tempo, verificar a regularidade do andamento dos mecanismos de remuneração em tela, em particular em relação aos seus aspectos formais e à ocorrência de práticas de controle abusivas, como dispõe a Instrução CVM n.º 323/2000*".
6. Após o sorteio do relator, que se deu em 24.7.2012, foram solicitados alguns esclarecimentos à Companhia, em razão de questionamentos suscitados na primeira reunião do Colegiado em que se discutiu a matéria. Esta apresentou novo expediente, em 25.9.2012 (fls. 35-36), no qual esclareceu, basicamente, que:
 - i. "*tem o interesse de aproveitar (...) a possibilidade (...) de exercer o direito de preferência para recompor o seu estoque de ações em tesouraria e entregar tais ações aos beneficiários de opções que se tornem exercíveis*", pois, desta maneira, além de (i.a) evitar a diluição dos acionistas da Companhia (que se verificaria se novas ações tivessem que ser emitidas para fazer frente ao Plano de Opção), e de (i.b) evitar "*impactar a liquidez das ações*", (i.c) impediria um "*impacto relevante e atípico nas cotações de suas ações*"^[8];

e

- ii. "mesmo que o beneficiário tenha uma oferta para vender suas ações a valor superior ao valor de mercado, ou que este pretenda vender suas ações em bolsa por um lance superior ao de mercado, a Companhia poderá adquirir as ações do beneficiário por valor não superior ao de mercado". Ela deixa bem frisado, neste ponto, que em qualquer hipótese o preço a ser pego seria o de mercado ou menor.

É o relatório.

Voto

1. A questão de fundo, no presente caso, é similar àquela que se apresentou no Processo CVM n.º RJ 2009/11977, em que a companhia que ali figurava como requerente postulava recomprar as ações que os beneficiários de seus planos de opções teriam recebido em razão daqueles planos.
2. Entendo, porém, que existe uma diferença bastante significativa entre este e aquele caso. Lá, o pleito decorria não só do receio quanto à diluição, mas também de preocupações com a baixa liquidez das ações em mercado, que impediria a sua alienação ou que faria com que essa alienação afetasse os preços dos títulos.
3. No presente caso, acredito que o argumento acerca da baixa liquidez das ações não esteja presente com a mesma intensidade que naquele primeiro. As ações de emissão da Companhia apresentam, de fato, certa liquidez – o *free float*, em 27.8.2012, era de 33.813.242 ações, o volume diário nos últimos seis meses oscilou entre 598.700 e 36 ações, com média de 170.853 ações. Já foram adquiridas, por meio do exercício das opções, e tendo em vista os dados apresentados até setembro, 423.000 ações, sendo que, do terceiro ITR da companhia, passariam a constar, nessa mesma situação, mais 375.000 ações.
4. Sem prejuízo de este número ser, evidentemente, superior aos volumes negociados e de haver, como destacou a Companhia, uma tendência à alienação tendo em vista a discrepância entre o valor pago pelas ações e o seu valor de mercado, não creio que se esteja falando, aqui, em uma situação tão grave quanto aquela com que se deparava a requerente daquele primeiro caso. Há, efetivamente, mercado para as ações da ora Requerente, de forma que não me parece ser isso que tornaria o presente caso suficientemente peculiar para justificar a autorização para a negociação pela CVM.
5. Mas há outro ponto, que é o da eventual diluição que se promoveria caso a Companhia, ao invés de adquirir as ações de seus administradores, permitisse a sua negociação em mercado. E há, aqui, na verdade, mais de uma questão a explorar.
6. No pleito originariamente formulado pela Companhia não se falava, como ocorria naquele primeiro caso analisado pela autarquia, nessa eventual diluição como decorrente da necessidade de emissão de novas ações para atender a planos futuros – a diluição era referida genericamente, como se a mera alienação de ações em mercado fosse capaz de gerar um efeito desta ordem. Tal situação, porém, não corresponde a uma diluição em sentido próprio, mas, no máximo, aos efeitos decorrentes da oferta, em mercado, de um grande número de ações, anteriormente detidas por administradores.
7. E, se é verdade que as medidas destinadas a proteger os acionistas de diluição injustificada destinam-se a proteger, também, as respectivas posições políticas^[9], creio que, na situação da Companhia – que conta com controle definido e ações negociadas naquelas condições acima referidas –, nem mesmo estes efeitos políticos são relevantes. Não há, no momento, nenhuma situação em que o exercício de algum direito seja condicionado a tal detenção e, ademais, mesmo os minoritários que porventura tenham, como política, a manutenção de titularidade de determinadas parcelas do capital das sociedades investidas, poderão recompor tal parcela no mercado – o que contrabalancearia, aliás, os efeitos que as alienações teriam sobre o preço dos títulos.
8. Mas, como disse, o problema não resume a este ponto. Quando da prestação dos esclarecimentos adicionais, a Companhia melhor qualificou seu pleito, remetendo à eventual necessidade de emissão de novas ações para o atendimento a necessidades futuras, essa sim geradora de diluição propriamente dita. E aqui igualmente tenho ressalvas ao argumento adotado. Primeiro, porque se deve tomar algum cuidado com essa associação entre a emissão de ações em razão de planos de *stock option* e a diluição dos acionistas. Afinal, a própria lei acionária estabelece regime especial para a matéria, prevendo expressamente a emissão dentro do limite do capital autorizado e a aprovação dos planos em assembleia, por exemplo, e afastando o direito de preferência dos acionistas, nos termos do §3º do art. 171.
9. Mais do que isso, porém, note-se que, em 20.8.2012, a Companhia publicou fato relevante comunicando a aprovação, por seu conselho de administração, da recompra de até 792.554 (setecentas e noventa e duas mil, quintas e cinquenta e quatro) ações ordinárias – número bastante próximo ao das ações que, potencialmente, seus administradores poderiam vir a alienar em mercado. Essa recompra se daria nos termos do que consta do referido fato relevante.
10. Ora, se a própria Companhia já se dispõe a adquirir em mercado ações em número bastante próximo ao daquelas que se alienará e, inequivocamente, suficiente para fazer frente às novas outorgas, parece claro que ela já está se utilizando de mecanismos hábeis seja para evitar o que lhe parece ser uma desnecessária diluição, seja mesmo para enfrentar um descabido aumento na oferta das ações de sua emissão. Neste sentido, é muito mais salutar utilizar-se de tais mecanismos ao invés de criar um mecanismo de recompra das ações de administradores, por meio de operações privadas e com preços definidos por critérios que, por mais transparentes que sejam, não deixam de ser fruto de uma certa arbitrariedade.
11. Desta maneira, seja porque há mercado capaz de absorver as negociações que potencialmente se pode realizar, seja porque a Companhia já dispõe de mecanismos que lhe permitiram lidar com as distorções daí geradas e com a eventual diluição de seus acionistas, não reconheço, no presente pleito, um caso especial e plenamente circunstanciado, capaz de justificar a outorga da autorização pleiteada.
12. Ante o exposto, voto pelo indeferimento da autorização para que a Companhia possa adquirir, privadamente, ações adquiridas pelos beneficiários do Plano de Opção.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 22 de novembro de 2012.

Otávio Yazbek

[1] Neste caso, o preço deverá corresponder, no máximo, à cotação de fechamento do dia anterior ao exercício do direito de preferência.

[2] A Companhia informou que "Tal entendimento será devidamente consubstanciado em reunião do Conselho de Administração, oportunamente, quando os eventuais membros de tal órgão que sejam também beneficiários dos Programas de Opção naturalmente não votariam".

[3] A Companhia faz alusão especial ao art. 2º da Instrução CVM n.º 10, de 14.2.1980, em que lê: "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".

[4] Foram feitas referências aos Processos Administrativos CVM n.º RJ 2001/8489, RJ 2004/7408 e 2009/11977, julgados, respectivamente, em 3.1.2002, 25.1.2005 e 10.8.2010.

[5] Volta-se a fazer menção, aqui, ao Processo Administrativo CVM n.º RJ 2009/11977, em que o então diretor relator, Eli Loria, ponderou que "a alienação privada de ações em tesouraria pela companhia no âmbito do plano de outorga de opções já está positivamente excepcionalizada da vedação de negociação privada com ações em tesouraria, ainda que a Instrução CVM n.º 10/80 não tenha sido alterada neste aspecto. A aquisição privada de ações para tesouraria pela companhia no âmbito do plano de outorga de opções, por seu turno, não está autorizada por qualquer normativo da CVM, carecendo, a cada caso, de autorização nos termos do art. 23 da Instrução CVM n.º 10/80".

[6] 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.

[7] Art. 3º A companhia que se utilizar da faculdade prevista no art. 2º deverá observar o seguinte: II – as operações com opções previstas nesta Instrução deverão ser efetuadas nos mercados onde são negociadas as ações da companhia, sendo vedadas as operações privadas, ressalvadas aquelas referentes a plano de opções de compra de ações, de que trata o § 3º do art. 168 da Lei no 6.404/76;

[8] A este respeito, afirma-se que tal situação se daria "caso diversos beneficiários pretendam se desfazer de suas ações num curto espaço de tempo, o que, tomando-se em conta o histórico de cotação das ações – muito superior ao preço de exercício das opções – e considerando-se o próprio exercício das opções até agora, possivelmente ocorrerá. Vale notar que, embora o free float seja composto por aproximadamente 33,8 milhões de ações, o volume médio de ações negociadas nos últimos 6 meses não passa de 171 mil, ou seja, cerca de 0,5% das ações em circulação".

[9] Cf., a este respeito, e exemplificativamente, a posição de Nelson Eizirik (A Lei das S/A Comentada. Vol. II – arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2008, pp. 509 e ss.).