

## PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM nº RJ2013/7310

(Reg. Col. 9070/2014)

**Interessada:** Arezzo Indústria e Comércio S.A.

**Assunto:** Pedido de autorização para recompra de ações de sua própria emissão, adquiridas no âmbito do plano de opção de compra de ações.

**Diretor-Relator:** Roberto Tadeu Fernandes Antunes

### Relatório

#### **I – DO OBJETO**

1. Trata-se de pedido de autorização para recompra de ações de sua própria emissão, formulado pela Arezzo Indústria e Comércio S.A. ("**Arezzo**" ou "**Companhia**"), companhia aberta registrada perante a CVM na categoria A, com fulcro no art. 23 da Instrução CVM nº 10/80.

#### **II – DOS FATOS E DO PEDIDO**

2. Em Assembleia Geral Extraordinária, realizada em 25.05.2012, a Arezzo aprovou Plano de Opção de Compra de Ações ("**Plano**"), podendo ser eleitos como beneficiários administradores, empregados e prestadores de serviço da Companhia ou outras sociedades sob seu controle[1].

3. Com base no Plano, o Conselho de Administração ficou autorizado a outorgar opções de compra de ações, mediante celebração de contratos de outorga de opção entre a Arezzo e os participantes, os quais deverão descrever, sem prejuízo de outras condições determinadas pelo Conselho de Administração, o seguinte:

- a) A quantidade de ações que motivaram a outorga;
- b) Os termos e condições para aquisição do direito ao exercício das opções;
- c) O prazo final para o exercício das opções; e
- d) O preço de exercício e as condições de pagamento.

4. Segundo a Arezzo, são objetivos do Plano: "*(a) estimular a expansão, o êxito e à consecução dos objetivos sociais da Companhia; (b) alinhar os interesses dos acionistas da Companhia aos de administradores e prestadores de serviço da Companhia e suas controladas; e (c) possibilitar à Companhia ou outras sociedades sob o seu controle atrair e manter a ela(s) vinculados administradores e prestadores de serviços e, ainda, alinhados aos riscos e variações do mercado de capitais*".

5. O Plano contempla a outorga de opções em dois lotes, sendo que o primeiro ("**Lote I**") tem suas opções exercíveis no dia útil subsequente à data de outorga e poderão ser exercidas no período de 30 dias, contados da data em que se tornaram exercíveis. Tais opções ficam sujeitas a um período de restrição à negociação, que tem início na data em que o participante exercer qualquer opção do Lote I e término no terceiro aniversário, contado da data de exercício. Tal mecanismo visa assegurar a consecução dos objetivos de longo prazo do Plano.

6. O segundo lote ("**Lote II**") terá suas opções exercíveis na seguinte proporção:

- a) 25% no primeiro aniversário da data de outorga do Plano;
- b) 25% no segundo aniversário da data de outorga do Plano; e
- c) 50% no terceiro aniversário da data de outorga do Plano e poderão ser exercidas no período de 3 anos, contados da data em que se tornaram exercíveis.

7. Dessa forma, na hipótese de qualquer participante do Plano, na condição de titular de ações, desligar-se da Arezzo antes do término do período, seja por vontade própria ou por justa causa, ela pretende recomprar tais ações pelo respectivo preço de exercício, pois em tais circunstâncias o participante do Plano não faz jus aos incentivos concedidos.

8. O mecanismo de recompra de ações visa proteger os interesses da Arezzo e manter a essência do Plano, ao permitir que apenas os participantes que contribuam efetivamente com a valorização da Companhia façam jus aos incentivos nele contemplados.

9. Cabe dizer que a opção de recompra e o critério para determinação do seu preço de exercício foram aprovados pelos acionistas da Arezzo na já referida Assembleia.

10. A fim de assegurar que as operações de recompra sejam realizadas nos termos contratados, serão realizadas operações privadas, o que requer a prévia autorização da CVM, pois como dispõe o art. 9º da Instrução CVM nº 10/80 a aquisição de ações para permanência em tesouraria deve ser realizada em bolsa, salvo se a companhia só tiver registro para negociar em mercado de balcão, vedadas as operações privadas.

11. Por sua vez, o art. 23 da Instrução citada diz que a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações realizadas pela companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas da referida Instrução.

12. A Arezzo entende que, no presente caso, estão preenchidos os requisitos para concessão de tal autorização, destacando o que segue:

- a) O art. 2º da Instrução CVM nº 10 será cumprido na íntegra, uma vez que a recompra estará condicionada a sua inteira observância;
- b) A recompra de ações observará o limite de 10% do número de ações ordinárias de sua emissão, conforme dispõe o art. 3º da Instrução CVM nº 10/80, uma vez que estas compõem a sua única classe de ações em circulação no mercado;
- c) O preço de recompra será equivalente ao preço de exercício aplicável ao participante do Plano;
- d) As opções de recompra não serão exercidas na hipótese do preço de exercício das opções ser superior ao valor de mercado das ações; e
- e) Não há indícios de que a recompra de ações poderia comprometer sua situação econômico-financeira.

13. Adicionalmente, ressalta a Arezzo que o Colegiado já se manifestou, de forma unânime, neste mesmo sentido em casos semelhantes, conforme se verifica nas decisões contidas nos Processos CVM nºs RJ2000/5369, RJ2002/2935, RJ2009/10676, RJ2011/6574 e RJ2011/3656.

14. Desta forma, pretende a Arezzo que as ações recompradas permaneçam em tesouraria e possam ser posteriormente alienadas aos participantes do Plano que vierem a exercer suas opções, evitando assim diluição aos acionistas.

15. Entende também a Companhia que, para a realização de recompra de forma privada, não é necessária a intermediação por instituição financeira.

16. Por fim, requer autorização, com fundamento no art. 23 da Instrução CVM nº 10/80, para realizar, por meio de operações privadas e sem a participação de instituição intermediária, a recompra de ações que forem detidas pelos beneficiários do Plano nos termos aludidos, como resultado do exercício de opções já outorgadas ou de opções a serem futuramente outorgadas, sujeito, porém, à disponibilidade do saldo de lucros ou reservas, nos termos do art. 30 da Lei 6.404/76 e art. 2º, b, da Instrução CVM nº 10/80, e o preço máximo de recompra está limitado ao valor de mercado, conforme o art. 12 da Instrução CVM nº 10/80.

17. A fim de corroborar o seu entendimento acerca da livre convenção do valor de exercício das opções, a Companhia anexa parecer da PFE-CVM[2] em consulta formulada pela Hypermarchas[3], na qual se discute o aparente conflito entre o art. 12 da Instrução CVM nº 10/80 e o art. 2º da Instrução CVM nº 390/03.

18. A Hypermarchas sustentou que o art. 12 da Instrução CVM nº 10/80 assegura que o valor pago para aquisição de ações não poderá ser superior ao valor de mercado. Desse modo, o art. 2º da Instrução CVM nº 390/03 seria incompatível, a princípio, com o art. 12 da Instrução CVM nº 10/80, pois autoriza a negociação com opções de compra e venda, referenciadas em ações de sua emissão, para fins de cancelamento, permanência em tesouraria ou alienação.

19. A consulente alegou que a contradição entre os artigos ocorre quando a companhia lança no mercado opções de venda regularmente e há uma baixa no preço das suas ações, obrigando contratualmente a companhia a comprar suas ações por um valor superior ao de mercado.

20. A esse respeito, assim se manifestou a PFE-CVM:

*"No caso, parece-nos correto o proceder da companhia, haja vista que, nesse caso, muito embora possa ocorrer, quando da emissão de uma opção de venda que a companhia venha a ser, posteriormente, obrigada a adquirir, do detentor, as ações por valor superior, naquele momento, ao valor de mercado, fato é que a pré-fixação desse valor se dá em razão do mercado.*

*Assim, trata-se, não de norma posterior, como alegado pela companhia, mas de norma especial em relação à Instrução 10, haja vista que trata do manejo de instrumento distinto. Por outro lado, efetivamente não faria sentido a Instrução 390 prever a possibilidade de a companhia lançar opções de venda, quando da natureza dessa opção está a aquisição das ações apenas quando seu valor estiver, no vencimento, superior ao valor de mercado, já que, se fosse inferior, seria mais benéfico ao detentor das ações vendê-las diretamente em mercado, por valor superior, do que exercer a opção.*

*Outrossim, a operação, como formatada, configura verdadeira compra a termo, fixando o valor do futuro desembolso pelas ações, haja vista que a companhia pretendia, ao mesmo tempo, adquirir opções de compra e lançar opções de venda com o mesmo vencimento e mesmo valor. Portanto, forçosamente, na data do vencimento, a companhia adquirirá as ações – seja pelo exercício de sua opção de compra, caso o valor do contrato esteja inferior ao valor do mercado, seja pelo exercício pelo adquirente da opção de venda, se o valor do contrato estiver superior ao valor do mercado.*

*Dessa forma, a companhia se assegura e determina, desde logo, o valor a ser pago no futuro pelas ações que pretende ou precisa, naquele momento, ter em sua tesouraria, para, conforme consta do primeiro parágrafo do fato relevante divulgado, utilizar no eventual exercício de opções no âmbito do programa de opção de compra de ações da Companhia."*

### **III – DA MANIFESTAÇÃO DA SEP**

21. A SEP entende que a autorização de negociação privada de ações a valores inferiores aos de mercado não está claramente identificada nos precedentes mencionados pela Arezzo, nem em outros casos de análise de pedidos com base no art. 23 da Instrução CVM nº 10/80.

22. A SEP apreciou o pleito por meio de duas vertentes: na primeira, analisa os precedentes apresentados para verificar se haveria suporte ao pedido da Companhia, exclusivamente pelos termos da Instrução CVM nº 10/80; na segunda, a criação do instrumento derivativo é avaliada à luz da Instrução CVM nº 390/03.

23. Com relação ao caso da Brazilian Finance & Real Estate S/A ("BFRE")[4], ela entregou ações aos administradores na expectativa de que eles pudessem aliená-las ao mercado, mas como a distribuição pública de ações que estava prevista acabou não ocorrendo, os títulos não ganharam liquidez, nem mesmo se tornaram perfeitamente negociáveis.
24. Assim, tal precedente não parece guardar semelhança com o pedido da Arezzo, uma vez que as ações da BFRE não eram negociadas em bolsa, não tinham liquidez e nem formação de preço de mercado, além disso, o objetivo da recompra não era evitar que administradores que não fizessem jus ao benefício fossem recompensados, mas reparar uma impossibilidade de negociação das ações proveniente de seu plano.
25. No caso da Santista Textil[5], ela pediu autorização especial para a venda das ações aos beneficiários do plano quando do exercício das opções e também para a eventual recompra dessas ações, no caso do exercício do direito de preferência prevista no plano, e a recompra se daria ao preço de mercado, diferentemente da Arezzo que pretende recomprar a preço inferior ao do mercado.
26. No caso do plano da Ambev[6], foi previsto um instrumento derivativo semelhante ao da Arezzo para a recompra das ações adquiridas por seus beneficiários pelo seu preço de subscrição, quando estes saíssem da companhia, ainda que houvesse outro comprador oferecendo preço mais vantajoso.
27. Do voto da Diretora Norma Parente infere-se que o direito de recomprar foi concedido porque o plano estabelecia que "o contrato referente às ações adquiridas no seu âmbito passará a fazer parte de acordo de acionistas para todos os fins previstos no art. 118 da Lei 6.404/76 e será averbado na companhia", e como o parágrafo 4º do mencionado dispositivo veda a negociação de ações vinculadas por acordo de acionistas em bolsa ou no mercado de balcão, a Relatora entendeu que não haveria como impedir que a companhia comprasse privadamente as ações dos beneficiários do plano decorrente do exercício do direito de preferência ou da opção de compra.
28. O pleito que mais se aproximou ao formulado pela Arezzo foi o da GVT[7], onde, em razão de uma possível oferta pública de aquisição de 100% das ações, foi necessária a realização de alterações no prazo de maturação para o exercício das opções dos beneficiários do plano, que consistiam na antecipação do prazo para o exercício de ações e, caso a OPA não fosse realizada, voltar-se-ia à situação anterior, sem a antecipação do prazo, e planejou-se duas operações: a primeira consistia na emissão de ações em função do exercício antecipado das opções, e a segunda na criação de opções de compra em favor da companhia. Essa recompra seria feita pelo preço de exercício e, salvo queda brusca na cotação de ações, seriam inferior ao preço de mercado.
29. Entretanto, no caso da GVT não houve manifestação explícita de que a aquisição privada a valor inferior ao de mercado estaria em consonância com o art. 2º da Instrução CVM nº 10/80, condição para a avaliação da exceção prevista no art. 23 da mesma instrução.
30. Os Processos da Companhia de Saneamento de Minas Gerais, da JBS, da Suzano Papel e Celulose S/A, Votorantim Celulose e Papel S/A, da Iguatemi e da Contax[8] evidenciam a manifestação do Colegiado no sentido de garantir que a negociação privada de recompra de ações se dê a preço de mercado.
31. A SEP não encontrou, ao analisar os precedentes, elementos suficientes para sugerir a autorização da aquisição privada de ações a preço inferior ao de mercado.
32. Como a Instrução CVM nº 390/03 dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, através de operações com opções, a SEP concluiu que ela se aplica ao pedido da Arezzo, uma vez que o beneficiário outorgará uma opção de compra à Companhia, que deverá exercê-la caso necessite recomprar as ações do beneficiário ao preço do exercício (provavelmente diferente do preço de mercado).
33. Apesar de concluir pela aplicabilidade da Instrução CVM nº 390/03, a SEP entendeu que os requisitos da norma, a seguir descritos, não estariam preenchidos, mas poderiam ser dispensados, nos termos do art. 6º.[9]
- O prazo máximo para a realização das operações, que segundo o art. 2º, § 3º, II, não poderá ultrapassar 6 meses;
  - As operações com opções previstas na Instrução devem ser efetuadas nos mercados onde são negociadas as ações da companhia, sendo vedadas as operações privadas, com a ressalva daquelas referentes a plano de opções de compra de ações, de que trata o art. 168, §3º, da Lei 6.404/76, como estabelece seu art. 3º, II;
  - O prazo de vencimento das ações não poderá ser superior a 365 dias corridos, contados do dia da contratação da operação – art. 3º, III;
  - As opções somente poderão ser exercidas na data do vencimento, conforme o art. 3º, IV;
  - Conforme o art. 3º, §3º, a negociação com valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do Conselho de Administração, só poderá ser feita nos termos previstos em política de negociação a que faz referência a Instrução CVM nº 358/03 durante o período compreendido entre a autorização que trata o art. 2º desta Instrução e a liquidação das operações com ações.
34. Em suas conclusões, a SEP opinou no sentido de que o pleito da Companhia é justo (do ponto de vista da equidade entre acionistas), pois se não houvesse essa regra para recompra de ações restritas, talvez restasse configurado um ato de liberalidade pelos administradores à custa da companhia.
35. Concluiu ainda ser possível sugerir a aprovação da autorização para negociação privada do instrumento derivativo, com base no art. 6º da Instrução CVM nº 390/03.

36. Finalmente, destacou que, caso seja concedida a autorização, a Companhia deverá atentar para as obrigações referentes à contabilização e à informação nas suas demonstrações financeiras.

É o Relatório.

### **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 10/80.
2. Como definido no art. 9º da Instrução CVM n.º 10/80, a alienação das ações de emissão das companhias abertas deve ser realizada em bolsa de valores, obrigação que reflete algumas preocupações do regulador. Entende-se que os negócios em bolsa tendem a conferir maior transparência para essas operações, além do fato de as negociações públicas protegerem a companhia em relação ao preço a ser praticado, ou seja, evita que ela seja prejudicada por comprar ou vender ações a preços, respectivamente, maiores ou menores que os de mercado[10]. Finalmente, as negociações públicas garantem tratamento equitativo aos acionistas da companhia.
3. No entanto, a Instrução CVM n.º 10/80, reconhece que há situações na vida das companhias que podem justificar o afastamento desta regra. Assim, o art. 23 da mesma Instrução permite à CVM autorizar, em casos especiais e plenamente circunstanciados, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas da Instrução.
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 por ela editada.
5. O presente caso trata de pedido de autorização da Arezzo para recompra de ações dos beneficiários de seu Plano, caso estes não façam jus aos benefícios – casos de afastamento voluntário da Companhia ou por justa causa –, por meio de operação privada e sem a intermediação de entidade financeira e com o valor máximo limitado ao preço de mercado.
6. De acordo com a Arezzo, a autorização pretendida não contraria as vedações impostas pelo art. 2º da Instrução CVM nº 10/80[11], de modo que a recompra das ações estará condicionada a seu estrito cumprimento. Igualmente observado encontra-se o art. 12 da referida Instrução[12], pois a Companhia declara que não exercerá a opção de recompra caso o valor das ações de sua emissão seja superior ao preço de exercício.
7. A meu sentir, cuida-se de caso especial e plenamente circunstanciado, nos moldes do disposto no art. 23 da Instrução CVM nº 10/80. A autorização é pleiteada pela Arezzo para fins de, no âmbito do Plano, estimular *administradores, empregados, prestadores de serviço da Companhia ou outras sociedades sob seu controle* a assumirem a condição de acionistas e, com isso, alinhar interesses também a longo prazo, contribuindo para a retenção daqueles na Companhia.
8. Segundo o Plano, as opções do Lote 1 tornar-se-ão exercíveis no dia útil subsequente à data de outorga, e poderão ser exercidas dentro do período de 30 (trinta) dias, porém as ações decorrentes do seu exercício não poderão ser negociadas durante o chamado Período de Vedação à Negociação[13].
9. Registro ainda que o Plano foi aprovado pelos acionistas da Arezzo em AGE realizada em 25.05.12, que atribuiu ao Conselho de Administração a competência para administrar o Plano, o que confere à operação o adequado nível de transparência.
10. O pleito da Companhia estabelece a equivalência do preço de recompra das ações ao preço de exercício aplicável ao participante do Plano, o que poderá ocasionar a recompra das ações por preço inferior ao de mercado, o que a meu sentir não implicaria em prejuízo aos acionistas da Companhia. Ademais, tal fato justifica-se porque o Plano prevê a possibilidade de um deságio da ordem de até 30% no valor do preço de exercício[14]. Observo que a intenção do Plano, no caso, é de evitar que algum beneficiário obtenha ganho indevido, a exemplo da análise efetuada no caso GVT[15].
11. Concordo, ainda, com o entendimento da SEP no sentido de que o pleito da Arezzo não só é justo do ponto de vista de equidade entre os acionistas, quanto creio que, se não houvesse regra para recompra de ações restritas, talvez configurasse um ato de liberalidade pelos administradores à custa da Companhia, isto porque, na prática, o beneficiário poderia receber uma vantagem relevante sem oferecer contrapartida.
12. Cumpre ainda analisar o pleito sob a ótica da Instrução CVM nº 390/03, posto que essa foi a leitura realizada pela SEP, por se tratar de operações realizadas por companhia aberta com opções de compra de ações de sua própria emissão, o que atrairia a incidência dessa Instrução[16].
13. A SEP recomendou a aprovação da autorização para negociação privada, pois ainda que alguns dispositivos da norma não tenham sido atendidos, o art. 6º admite a autorização em casos especiais.
14. Concordo com a SEP que se pode, no presente caso, excepcionalizar a adoção da Instrução CVM nº 390/01. As limitações relacionadas a prazos (art. 2º, § 3º, inciso II, art. 3º, incisos III e IV) possuem uma preocupação justificada e comum: evitar autorizações longas para instrumentos com derivativos. Creio, contudo, que o risco da volatilidade desse mercado fica afastado no caso específico das operações ora sob análise. No caso em questão, o elevado tempo para o vencimento das opções tem justamente como objetivo estimular os administradores a aumentar os resultados da companhia ao longo prazo. A mudança de condições ao longo do tempo não importará em perda de atualidade das operações.
15. A regra do art. 3º, inciso II, por sua vez, visa à equidade deste tipo de operação, porém, neste caso, a equidade estará garantida pela natureza da operação, uma vez que ela serve para evitar que os administradores recebam um benefício ao qual não fazem jus. Além, como mencionado pela área técnica, o próprio dispositivo

autoriza previamente a negociação privada referente a planos de opções de compra de ações, de que trata o § 3º do art. 168 da Lei nº 6.404/76.

16. O comando do art. 3º, §3º, parece ter o escopo de querer impedir que a companhia favoreça indevidamente os seus controladores e administradores em detrimento dos acionistas minoritários. Neste caso, uma vez mais, inexistente o risco de favorecimento aos administradores, já que o pagamento do valor de exercício da opção visa justamente o não favorecimento, no âmbito do Plano, daqueles que não fizerem jus ao benefício.

17. Registro, por fim, que a CVM está em vias de editar nova Instrução CVM nº 10/80, que incorporará as regras da Instrução CVM nº 390/03 e o resultado da Audiência Pública SDM nº 11/13 ("Nova 10") indica que, caso ela já estivesse em vigência, seria possível à Arezzo realizar a operação na forma pretendida.

18. Em face a todo exposto, seja com base no art. 23 da Instrução CVM nº 10/80 ou no art. 6º da Instrução CVM nº 390/03, voto pelo deferimento do pedido de autorização formulado pela Arezzo Indústria e Comércio S.A., nos seus exatos termos, e reforço a recomendação da SEP sobre a necessidade de a Companhia estar atenta aos procedimentos de contabilização e informação em suas demonstrações financeiras.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 22 de julho de 2014.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Diretor-Relator

---

[1] Edital de Convocação, Proposta da Administração e Ata da AGE às fls. 52 a 70.

[2] Memo nº 22/2014/PFE-CVM/PGF/AGU, fls. 31/33.

[3] Processo CVM nº RJ2011/9768

[4] Processo CVM nº RJ2011/3656.

[5] Processo CVM nº RJ2002/2935.

[6] Processo CVM nº RJ2000/5369.

[7] Processo CVM nº RJ2009/10676.

[8] Respectivamente, processos CVM nº RJ2008/12855, RJ2008/4169, RJ2008/2748, RJ2012/6296 e RJ2009/11977.

[9] Art. 6º. A CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução.

[10] 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.

[11] 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 eqüitativas;

d) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;

e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações.

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

[13] Período iniciado no momento em que o participante exercer qualquer opção do Lote 1 e terminado no terceiro aniversário, contado da data de exercício.

[14] Conforme item 4.1 da minuta de Instrumento Particular de Outorga de Opção de Compra de ações, às fls. 19.

[15] Processo CVM nº RJ2009/10676, apreciado pelo Colegiado em reunião de 27.10.2009.

[16] Em consonância com o voto do então Presidente Marcelo Trindade, quando da avaliação da consulta confidencial por parte da Companhia Vale do Rio Doce, conforme Ata da Reunião Extraordinária do Colegiado de 14.06.2007 (às fls. 34 a 36).

