

Processo Administrativo CVM nº RJ2014/4823

Reg. Col. nº 9339/2014

Interessado: Raia Drogasil S.A.
Assunto: Autorização para negociação privada de ações de própria emissão.
Diretora Relatora: Luciana Dias

Relatório

I. Objeto

1. Trata-se de pedido de autorização apresentado pela Raia Drogasil S.A. ("Raia Drogasil" ou "Companhia"), nos termos da Instrução CVM nº 10, de 1980, para negociar, de forma privada, ações de sua própria emissão ("Pedido").

II. Pedido (fls. 1-12)

2. Tendo em vista os arts. 9º e 23 da Instrução CVM nº 10, de 1980[1], o Pedido apresentou os seguintes argumentos:

i) por deliberação de assembleia geral realizada em 23.4.2014, foi aprovado o Programa de Incentivo de Longo Prazo com Ações Restritas ("Plano"), segundo o qual compete ao conselho de administração da Companhia a outorga de ações ordinárias de emissão da Raia Drogasil aos seus beneficiários, sem custo para estes últimos;

ii) em seguida, em reunião realizada em 24.4.2014, o conselho de administração da Companhia aprovou "*a aquisição pela Companhia de ações de sua própria emissão, para manutenção em tesouraria e posterior alienação com vistas a atender ao Plano*" (fl. 2);

iii) nos termos do Plano, os direitos relativos às ações outorgadas aos beneficiários serão atribuídos às respectivas ações de forma escalonada, de forma que: (a) 1/3 das ações adquirirá tais direitos após o 2º aniversário da data de outorga; (b) 1/3 das ações adquirirá tais direitos após o 3º aniversário da data de outorga; e (c) 1/3 das ações adquirirá tais direitos após o 4º aniversário da data de outorga;

iv) antes do decurso dos prazos acima mencionados e, portanto, antes da aquisição plena dos direitos sobre as respectivas parcelas de ações, os beneficiários não poderão empenhá-las, cedê-las, aliená-las ou transferi-las direta ou indiretamente, razão pela qual tais ações foram designadas como "Ações Restritas";

v) além disso, conforme autorizado pelo Plano e deliberado pelo conselho de administração da Companhia, esta poderá recomprar as ações outorgadas a qualquer beneficiário que venha a "*se desligar da Companhia por qualquer motivo que não por (i) invalidez permanente; (ii) falecimento; (iii) aposentadoria; ou (iv) demissão pela Companhia sem justa causa, ou destituição de seu cargo sem violação dos deveres e atribuições de administrador*" (fl. 2);

vi) esse mecanismo de recompra visa a "*proteger os interesses da Companhia e a manter a essência do Plano, ao permitir que apenas o beneficiário que contribua efetivamente com a valorização da Companhia no longo prazo faça jus às Ações Restritas*" (fl. 2);

vii) para que seja possível a outorga e eventual recompra das Ações Restritas, torna-se necessária a negociação privada das ações de própria emissão da Companhia;

viii) as possíveis operações de recompra das Ações Restritas respeitarão integralmente o art. 2º da Instrução CVM nº 10, de 1980[2]; e

ix) o presente pedido é semelhante a outros já analisados pela CVM, tal como nos Processos CVM RJ2011/5238, RJ2011/6574, RJ2011/2942, RJ2012/0897, RJ2012/5826, RJ2000/5369, RJ2002/2935, RJ2009/10676 e RJ2011/3656.

III. Esclarecimentos adicionais (fls. 14-35)

3. Em resposta aos questionamentos feitos pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") nos termos do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 122/2014 e do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 132/2014, a Companhia esclareceu que:

i) as Ações Restritas serão transferidas aos beneficiários do Plano a título de remuneração variável, mas antes da verificação de condição exigida para a aquisição plena dos direitos a elas relacionados (isto é, a permanência do beneficiário como administrador ou empregado da Companhia por, no mínimo, 4 anos, observada a gradual aquisição dos direitos sobre as ações); assim, não se trata de mera doação de ações;

ii) a recompra das Ações Restritas foi prevista para assegurar a sua restituição por parte dos beneficiários que, em situações excepcionais, não satisfizerem essa condição;

iii) as condições de eventual recompra serão definidas pelo conselho de administração e refletidas no contrato celebrado com cada beneficiário quando da outorga das ações, sendo certo que qualquer recompra será irrevogável e irretratável;

iv) as ações recompradas serão mantidas em tesouraria para posterior cancelamento ou alienação,

sempre respeitando a regulamentação;

v) tendo em vista questionamento da SEP, caberia esclarecer que, apesar de ter sido inicialmente planejada a outorga, pelos beneficiários à Companhia, de um direito de recompra das Ações Restritas, as eventuais operações de recompra das ações emitidas pela Companhia, nos termos do Plano, não mais configurariam operações privadas com opções baseadas em ações, mas, sim, obrigações de compra e venda por preço pré-ajustado[3], que deverão ser observadas caso se verifique determinada condição;

vi) para justificar os mecanismos do Plano, poderia ser mencionado que, de um lado, a outorga imediata das Ações Restritas e o mecanismo de recompra promovem maior motivação e alinhamento de interesses pelos beneficiários, que se tornarão imediatamente acionistas da Companhia; de outro, a outorga imediata das ações *"resulta em despesas de remuneração e em encargos trabalhistas de montantes certo e conhecido [sic], o qual reflete a política de remuneração da Companhia e a partir do qual o número de ações outorgadas foi estabelecido"* (fl. 18);

vii) as despesas decorrentes do Plano seriam reconhecidas de acordo com as regras contábeis previstas no CPC 10; entretanto, *"a transferência das ações na data da outorga permite à Companhia recolher todos os encargos fiscais e previdenciários devidos com base no valor de mercado das ações outorgadas, eliminando assim qualquer risco de divergência de interpretação sobre o tratamento fiscal do Plano que poderia existir caso a Companhia optasse pela transferência a posteriori, uma vez que nesta situação, o valor de outorga das ações poderia divergir materialmente do valor de mercado à época da transferência"* (fl. 29);

viii) na assembleia geral realizada em 23.4.2014, foi aprovado o valor integral da remuneração baseada em ações, considerando o número total de ações cuja outorga se daria nesse ano; no entanto, tendo em vista o disposto no art. 152 da Lei nº 6.404, de 1976[4], o valor aprovado se restringiu à remuneração dos membros do conselho de administração e da diretoria, não contemplando a remuneração de outros beneficiários;

ix) planos aprovados por outras companhias e já analisados pela CVM dispõem de mecanismos semelhantes com ações também designadas como "restritas"; e

x) segundo o entendimento da Raia Drogasil, todas as operações previstas nos contratos de outorga de ações celebrados com os beneficiários do Plano estariam completamente abrigados pela aprovação da assembleia geral de 23.4.2014.

IV. Manifestação da SEP/GEA-2 (fls. 48-51)

4. No RA/CVM/SEP/GEA-2/Nº108/2014, a SEP externou as seguintes preocupações:

i) as informações sobre o Plano se encontrariam somente em proposta da administração e no formulário de referência da Companhia, posto que a íntegra do Plano não foi divulgada pelo Sistema IPE;

ii) diante de questionamentos sobre o mecanismo de opção de recompra das Ações Restritas que, no entender da área técnica, constituiria um instrumento derivativo, a Companhia teria transformado-o em um instrumento de compra e venda e teria definido o valor da recompra;

iii) os precedentes citados pela Companhia não seriam inteiramente semelhantes ao caso em pauta, pois se refeririam a autorizações concedidas pela CVM diante de circunstâncias distintas daquelas apresentadas no Pedido ou tratariam de apenas um dos pleitos da Companhia; conseqüentemente, tais precedentes não poderiam ser utilizados como parâmetros para fins do art. 23 da Instrução CVM nº 10, de 1980;

iv) como exemplo, em precedente que tratou da outorga de ações restritas (Processo CVM nº 2011/5238), não haveria o mecanismo de recompra; e

v) nos precedentes que trataram desse mecanismo no âmbito de plano de outorga de opções de compra de ações (Processos CVM nº RJ2000/5369, RJ2002/2935, RJ2009/10676 e RJ2011/3656), o fundamento para a sua autorização parecia ser diverso: (a) no primeiro, as ações objeto do plano seriam vinculadas a acordo de acionistas e, portanto, não poderiam ser negociadas em mercado de bolsa ou balcão por força do art. 118, §4º da Lei nº 6.404, de 1976[5]; (b) no segundo, teria sido aprovado somente um direito de preferência da companhia para adquirir as ações detidas pelos beneficiários caso estes desejassem transferi-las a terceiros; (c) no terceiro, a recompra seria cabível caso não se concretizasse uma oferta pública de aquisição de ações que teria ensejado a prévia outorga das opções de compra; e (d) no quarto, a recompra conferiria liquidez às ações não negociadas em bolsa.

5. Além disso, ressaltando que sua análise não seria pautada pelo mérito do Plano, a SEP indicou que:

i) a Companhia não aumentaria seu capital social e outorgaria somente ações em tesouraria;

ii) pressupõe-se que a Companhia seguiria o disposto no CPC 10 (R1) e transferiria as ações aos beneficiários a valor de mercado;

iii) o pedido de alienação privada das ações estaria satisfatoriamente circunstanciado e suportado pelos

precedentes da CVM;

iv) já o pedido de recompra teria sido alterado de modo que o mecanismo utilizado pela Companhia deixou de ser uma opção de recompra de ações e passou a constituir um contrato de compra e venda, tornando desnecessário que tal pedido fosse circunstanciado de acordo com a Instrução CVM nº 390, de 2003;

v) a Companhia se comprometeu a cumprir o art. 12 da Instrução CVM nº 10, de 1980, no que se refere especificamente à execução das operações de recompra das ações outorgadas;

vi) algumas informações sobre as consequências do Plano não teriam ficado suficientemente claras aos acionistas na proposta da administração para a assembleia geral de 23.4.2014[6], sendo recomendada a preparação de um documento explicativo para ser apresentado à assembleia geral e incluído no item 13.16 do formulário de referência; e

vii) a Companhia deveria arquivar o Plano, na íntegra, em categoria específica no Sistema IPE.

6. Após essas considerações, a área técnica sugeriu que o Pedido fosse encaminhado para apreciação do Colegiado, posicionando-se favoravelmente à concessão de autorização para a alienação privada e eventual recompra, pela Raia Drogasil, das ações de sua própria emissão.

Voto

1. O presente processo cuida de pedido formulado pela Raia Drogasil S.A. ("Raia Drogasil" ou "Companhia") para negociar ações de sua própria emissão privadamente e como forma de atender o Programa de Incentivo de Longo Prazo com Ações Restritas ("Plano"), o qual foi aprovado pela assembleia geral da Companhia em 23.4.2014.

2. Nesse pedido, as negociações privadas pretendidas pela Raia Drogasil correspondem (i) primeiro, à transferência de ações mantidas em tesouraria aos administradores e demais beneficiários do Plano, a título de remuneração variável; e (ii) segundo, à recompra dessas ações nas hipóteses em que tais beneficiários se desliguem da Companhia "por qualquer motivo que não por (i) invalidez permanente; (ii) falecimento; (iii) aposentadoria; ou (iv) demissão pela Companhia sem justa causa, ou destituição de seu cargo sem violação dos deveres e atribuições de administrador" (fl. 2).

3. Junto a esses dois mecanismos, o Plano prevê a imposição de determinadas restrições às ações entregues aos seus beneficiários, de modo que a transferência ou a constituição de ônus sobre essas ações sejam permitidas somente após a observação de um período de carência. Nesse sentido, as restrições impostas sobre 1/3 das ações entregues aos beneficiários deixarão de ser observadas após um prazo de 2 anos a contar da entrega, aquelas impostas sobre outro 1/3 deixarão de ser observadas após um prazo de 3 anos a contar da entrega, e aquelas impostas sobre um 1/3 final deixarão de ser observadas depois de 4 anos a contar da entrega das ações. Em razão dessas limitações, as ações objeto do Plano foram nele designadas como "Ações Restritas".

4. Com o Plano, a Companhia entende que será possível promover um alinhamento de interesses entre os seus beneficiários e a própria Companhia, bem como proteger os interesses desta última por meio do instrumento de recompra, assegurando que "apenas o beneficiário que contribua efetivamente com a valorização da Companhia no longo prazo faça jus às Ações Restritas" (fl. 2).

5. A entrega direta de ações por companhias abertas aos beneficiários de planos de incentivos já foi objeto de debate pelo Colegiado em diversas oportunidades. Já foram apreciados tanto casos em que a entrega se dava no momento de concessão do benefício aos administradores e empregados, quanto casos em que a entrega dependia da observação de um período de carência a contar dessa concessão[7].

6. Enquanto a Instrução nº 10, de 1980, não for reformada, conforme Edital de Audiência Pública nº 11/2013, o entendimento consolidado naqueles precedentes indica que quaisquer negociações privadas necessárias para a execução dos planos de incentivos que envolvam a entrega de ações dependem de autorização expressa da CVM[8]. Isto porque tais planos não se confundem com os planos de opções de compra de ações de que trata o art. 168, §3º da Lei nº 6.404, de 1976[9], e, por isso, não se enquadram no disposto no art. 3º, II da Instrução CVM nº 390, de 2003, que dispensa tal autorização em determinadas situações[10]-[11].

7. Esses mesmos precedentes indicam que os planos de incentivo com entrega de ações devem ser analisados sob a ótica das regras sobre negociação com ações de própria emissão, notadamente a Instrução CVM nº 10, de 1980, e sob a perspectiva dos deveres fiduciários dos administradores e acionistas controladores que o aprovam[12].

8. No entanto, tais precedentes também confirmam que as transferências de ações aos beneficiários do plano de incentivo, bem como a eventual recompra dessas ações em hipóteses enumeradas no próprio plano são

circunstâncias suficientes para justificar a autorização prevista no art. 23 da Instrução CVM nº 10, de 1980[13].

9. Desta forma, tendo em vista que as negociações com ações próprias para as quais a Raia Drogasil pede autorização têm como motivação um plano de incentivo, entendo que o pedido encontra-se plenamente circunstanciado em linha com o art. 23 da Instrução CVM nº 10, de 1980.

10. Noto também que a SEP já verificou a adequação do Plano, em especial das recompras nele previstas, aos requisitos previstos no art. 2º de referida Instrução, exigíveis mesmo quando se trata de autorizações específicas previstas no art. 23[14].

11. Em relação à entrega das ações aos beneficiários do plano, partindo do pressuposto de que as ações entregues são aquelas mantidas em tesouraria, os precedentes apontam para duas condições principais à autorização dos planos de incentivo: (i) prévia aprovação do plano pela assembleia geral, nos mesmos termos do art. 168, §3º da Lei nº 6.404, de 1976; e (ii) respeito às prerrogativas da assembleia geral, tendo em vista a outorga de ações no âmbito da remuneração aprovada de acordo com o art. 152 da Lei nº 6.404, de 1976[15].

12. A meu ver, no que diz respeito à transferência de ações aos seus beneficiários, o Plano atende às condições acima indicadas, uma vez que (i) foi aprovado em assembleia geral realizada em 23.4.2014; e (ii) na mesma assembleia, foi aprovado o valor integral da remuneração, contemplando inclusive aquela baseada em ações, considerando o número total de ações cuja entrega ocorreria em 2014 por meio do Plano.

13. A recompra das ações entregues a colaboradores em planos de incentivo, em moldes semelhantes aos propostos pela Companhia, pelo que pude constatar, foi analisada pelo Colegiado uma única vez, no Processo Administrativo CVM nº RJ2013/7310, julgado em 22.7.2014. Nesse precedente, acompanhando o voto do diretor relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, o Colegiado autorizou a recompra, pela Arezzo Indústria e Comércio S.A. ("Arezzo"), de ações de sua própria emissão que tivessem sido adquiridas pelos beneficiários de plano de outorga de opções de compra, aplicando-se tal mecanismo sempre que houvesse afastamento voluntário ou demissão por justa causa de tais beneficiários.

14. Naquela oportunidade, o diretor relator destacou o fato de que o plano havia sido aprovado pelo conselho de administração da Arezzo e de que o preço previsto para a recompra seria adequado – no caso, tal preço seria equivalente ao preço de exercício das opções de compra objeto do plano, possivelmente inferior ao valor de mercado das ações.

15. A meu ver, as condições que embasaram a autorização concedida no precedente da Arezzo encontram-se refletidas no presente caso[16]. Chamo a atenção para os seguintes fatos: (i) a possibilidade de recompra de ações foi objeto de deliberação pelo conselho de administração da Raia Drogasil, competente para tanto nos termos do estatuto social da Companhia; e (ii) em linha com o art. 12 da Instrução CVM nº 10, de 1980[17], o preço de aquisição das Ações Restritas na hipótese de recompra não será nunca superior ao valor de mercado dessas ações. Sob a perspectiva da recompra, portanto, o Plano também me parece atender aos requisitos regulamentares a ele aplicáveis.

16. Além disso, concordo com as conclusões alcançadas pela SEP e pela Companhia sobre o enquadramento do mecanismo de recompra nas operações previstas na Instrução CVM nº 390, de 2003[18]. Ao contrário do que se observou no caso da Arezzo, o plano apresentado pela Raia Drogasil não aborda uma opção de recompra, mas, sim, uma obrigação da Companhia diante de determinadas hipóteses de desligamento dos seus beneficiários. Trata-se de uma operação cujas condições são pré-determinadas e cujos termos obrigam tanto a Companhia quanto os beneficiários diante das já citadas hipóteses de desligamento. A análise dessa operação deve, portanto, se dar somente no âmbito da Instrução CVM nº 10, de 1980, que trata de negociação com ações próprias.

17. Por fim, a área técnica destacou a necessidade de se conferir ampla transparência aos mecanismos do Plano que, tal como ocorre com os planos previstos no art. 168, §3º da Lei nº 6.404, de 1976, deve ser divulgado pelo Sistema IPE e ter as principais informações divulgadas também no formulário de referência nos campos específicos para planos de remuneração baseados em ações. Concordo com tal recomendação, que, aliás, nada mais é que o cumprimento da regulamentação em vigor.

18. No entanto, discordo da recomendação de que seja preparado um documento explicativo (com as informações indicadas na nota de rodapé nº 6 do Relatório) a ser apresentado à assembleia geral. Não vejo utilidade ou base legal ou regulamentar para tal exigência.

19. Aquelas informações que a CVM entendeu necessárias e relevantes para as decisões de investimento e o exercício do direito de voto estão arroladas nas Instruções nº 480 e 481, ambas de 2009. Caso a SEP entenda que são necessárias correções nas informações prestadas pela Companhia por meio do formulário de referência, ela pode determinar a correção deste documento. No entanto, não vejo como um novo documento elaborado **ad hoc** e divulgado extraordinariamente por ocasião de uma assembleia geral possa ser a forma mais adequada de promover a ampla divulgação das informações que a SEP entenda defeituosas ou incompletas.

20. Pelo acima exposto, voto pelo deferimento do pedido de autorização apresentado pela Raia Drogasil para a

negociação de ações de sua própria emissão e determino que o Plano seja divulgado pelo Sistema IPE.

Rio de Janeiro, 9 de dezembro de 2014.

Luciana Dias

Diretora

[1] 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.

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.

[2] 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.

[3] Em esclarecimento acostado à fl. 34, a Companhia indicou que o valor de recompra corresponderá (i) a R\$1,00 por ação; ou (ii) ao valor de mercado das ações de emissão da Companhia, conforme cotação de fechamento dessas ações no pregão do dia imediatamente anterior à data de consumação da compra e venda; o que for menor.

[4] Art. 152. A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

[5] Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. (...)

§ 4º As ações averbadas nos termos deste artigo não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão.

[6] A SEP destacou as seguintes questões que não teriam ficado claras na proposta da administração: (i) "*pagamento antecipado de remuneração ainda não devida, referente aos 4 anos de duração do plano, com transferência de titularidade das ações, bem como com pagamento antecipado, possivelmente irrecuperável, de custas trabalhistas*"; (ii) "*registro contábil e potencial impacto na base de cálculo de dividendos*"; (iii) "*uso de prerrogativas de acionista por quem, em tese, ainda não fez jus às ações de fato*", devendo-se "*considerar a inconveniência de ter até 2% das ações votantes, eventualmente ainda sem cumprimento das condições de vesting*"; e (iv) "*o uso do termo Ações Restritas, ainda que de livre uso, pois que não é regulado, poderia remeter o acionista ao padrão verificado na literatura e em casos semelhantes, a saber, em que essas Ações transitam em contas patrimoniais, até sua definitiva transferência, após cumprimento das condições de vesting*" (fl. 50).

[7] Vide Processo Administrativo CVM nº RJ2011/2942, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 6.9.2011; Processo Administrativo CVM nº RJ2011/6574, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 6.9.2011; Processo Administrativo CVM nº RJ2011/5238, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 27.1.2012; Processo Administrativo CVM nº RJ2011/4494, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 27.1.2012; Processo Administrativo CVM nº RJ2012/8222, Dir. Rel. Ana Novaes, julgado em 3.12.2013; Processo Administrativo CVM nº RJ2013/1200, Dir. Rel. Ana Novaes, julgado em 10.6.2014. Além disso, faço referência também ao Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/3983, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 14.7.2009, no qual foi discutida a entrega de ações a título de doação.

[8] Nesse sentido, vide Processo Administrativo CVM nº RJ2011/6574, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 6.9.2011; Processo Administrativo CVM nº RJ2011/5238, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 27.1.2012; e Processo Administrativo CVM nº RJ2011/4494, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 27.1.2012.

[9] Art. 168, § 3º O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia-geral, outorque opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle.

[10] Art. 3º, 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.

[11] Pelo mesmo motivo, em caso de subscrição de novas ações para fins desses planos de incentivos, também não pode ser aplicada a dispensa prevista no art. 171, §3º da Lei nº 6.404, de 1976 com relação à observação do direito de preferência dos demais acionistas da companhia. Segundo referido dispositivo, "*[o]s acionistas terão direito de preferência para subscrição das emissões de debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes beneficiárias conversíveis em ações emitidas para alienação onerosa; mas na conversão desses títulos em ações, ou na outorga e no exercício de opção de compra de ações, não haverá direito de preferência*".

[12] Nesse sentido, vide voto da então presidente Maria Helena Santana no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2011/4494, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 27.1.2012.

[13] 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.

[14] 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.

[15] Art. 152. A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

[16] Ainda que o plano da Arezzo não tratasse da entrega de ações, ele envolvia a recompra de ações que já eram de titularidade dos seus beneficiários: sob a perspectiva da recompra, portanto, o mecanismo era o mesmo.

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

[18] O art 1º dessa instrução indica que ela *“regula a negociação pela companhia aberta com opções referenciadas em ações de sua emissão”*.