



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARA: GEA-1
DE: Maria Luisa Wernesbach Kehl

RA/CVM/SEP/GEA-1/Nº167/2
DATA: 10.12.2015

**ASSUNTO: Autorização de recompra de units acima do limite de 10% previsto no art. 8º da Instrução CVM nº 567/15
Banco BTG Pactual S.A. e BTG Pactual Participations Ltd.
Processo CVM nº RJ-2015-12631**

Senhora Gerente,

Trata-se de consulta protocolada nesta Autarquia em 30.11.15 pelo Banco BTG Pactual S.A. (“BTG” ou “Banco”) e BTG Pactual Participations Ltd. (“BTGP”), solicitando autorização para recompra de units referenciadas em seus papéis, em percentual superior a 10%, nos termos do art. 12 da Instrução CVM nº 567/15.

HISTÓRICO

1. Durante o pregão de 25.11.2015, as companhias divulgaram Fato Relevante, informando aos acionistas a abertura do Programa de Recompra de 23.051.312 units, compostas por ações de emissão do banco e de BDRs emitidos pela BTGP, na proporção de 3 ações de cada entidade, das quais 1 ação ordinária e 2 ações preferenciais classe A no Banco e 1 ação classe A e 2 ações classe B na companhia estrangeira, conforme explicitado no item 15.7 do Formulário de Referência do BTG, entregue em 11.11.2015.
2. Na ocasião, as sociedades indicaram como objetivo do programa, com prazo de 18 meses de duração, “realizar a aplicação eficiente dos recursos disponíveis em caixa, de modo a maximizar a alocação de capital da empresa e a geração de valor para os seus acionistas.”
3. Ainda, afirmaram que as units adquiridas seriam, a princípio, mantidas em tesouraria e sinalizaram a possibilidade de, mediante aprovação da CVM, adquirirem 41% das units em circulação no mercado.
4. Ao fim do Fato Relevante em comento, esclareceram que André Esteves, Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração das sociedades, havia sido preso no início da manhã, no âmbito da operação Lava-Jato da Polícia Federal.
5. Conforme indicado, em 30.11.2015, um dia após a conversão da prisão temporária de André Esteves em prisão preventiva, foi protocolado nesta Autarquia o pedido de autorização para recompra de 93.860.181 units, objeto do presente relatório.
6. Em suas palavras, “a administração da Companhia visa a demonstrar aos acionistas e ao mercado em geral sua integral confiança na solidez dos negócios e operações das Companhias e o compromisso das Companhias com a utilização eficiente de seus recursos no interesse das Companhias e de seus acionistas. Adicionalmente, tal medida demonstra a robustez e a capacidade de utilização de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 2/12

recursos em caixa ao mercado e aos acionistas como um todo, os quais se vêm bombardeados com infundados boatos e notícias de problemas de liquidez do grupo após os eventos de 25/11.”

7. Citaram, também, nota divulgada pelo Banco Central do Brasil, afirmando ao público que o Banco “apresenta robustos indicadores de solidez financeira e continua atuando normalmente no mercado”.

8. As sociedades fundamentaram a solicitação em apreço nos seguintes principais termos:

O art. 8º da ICVM 567, reproduzindo o mesmo limite previsto na antiga ICVM 10 para a manutenção de ações em tesouraria, estabeleceu que as companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% de cada classe e espécie de ações em circulação no mercado, incluídas neste percentual as ações mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas.

As Companhias possuem 230.513.118 Units em circulação e não possuem nenhuma Unit ou ação em tesouraria.

Caso adquiridas pela Companhia Units em quantidade equivalente ao Limite Adicional, o BTG Pactual passaria a manter em tesouraria o equivalente a 93.860.181 ações ordinárias e 187.720.362 ações preferenciais classe A, representativas de aproximadamente 6,6% das ações ordinárias, 32,6% das ações preferenciais classe A e 13,5% das ações preferenciais, quantidade superior, portanto ao limite de 10% de cada classe de ações em circulação no mercado. Por sua vez, a BTG Participations passaria a manter em tesouraria o equivalente a 93.860.181 ações preferenciais classe A e 187.720.362 ações preferenciais classe B, representativas de aproximadamente 36% das preferenciais classe A e 36% das ações preferenciais classe B da BTG Participations.

Nada obstante, a própria ICVM 567 prevê expressamente, em seu art. 12, a possibilidade de a CVM autorizar previamente a dispensa da aplicação das restrições previstas na norma, em casos especiais e plenamente circunstanciados, dentre as quais se insere o limite de 10% de ações em circulação.

[...]

De acordo com a melhor doutrina, as principais finalidades das vedações previstas na LSA sobre a matéria são a preservação da integridade do capital social e a proteção dos investidores e do mercado contra a manipulação do preço das ações¹.

¹ Nas palavras dos autores do projeto de lei da LSA, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira: “A proibição legal implementa o princípio da intangibilidade do capital social (v. §51-6) e visa também a proteger os investidores nos mercados de ações contra a criação de condições artificiais de oferta, demanda e cotação das ações mediante sua negociação pela própria companhia (Fischer, 1934, p. 32-93)”. (PEDREIRA, José Luiz Bulhões Pedreira e LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p 546, 547). E assim também é a lição do Professor Nelson Eizirik: “Este artigo, ao vedar a negociação pela companhia de suas próprias ações, tem por fim (i) preservar a integridade do capital social, tendo em vista a sua função de garantia dos credores; e (ii) proteger os investidores no mercado de ações contra a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 3/12

Na mesma linha, a Nota Explicativa nº 16/80 à antiga ICVM 10, já previa que:

“O tratamento dado pela LEI Nº 6.404/76 à hipótese de negociação pelas companhias com ações de sua própria emissão abrandou o princípio de restrição genérico, permitindo em caráter de exceção, entre outras operações, a aquisição para cancelamento ou manutenção em tesouraria, bem como a posterior alienação desses títulos.

A restrição genérica é consequência dos princípios básicos que informam o conceito de capital social e que decorrem da necessidade de se preservar sua intangibilidade, garantindo-se os interesses dos credores e dos próprios acionistas.

No caso das companhias abertas, esta restrição tem ainda a justificá-la a proteção dos investidores contra a possibilidade de manipulação nos preços das ações.” (grifou-se)

Dessa forma, a autorização para a realização de negociações com ações de sua própria emissão deve sempre ter como parâmetro fundamental a análise dos objetivos das normas legais e regulamentares e sua observância no caso concreto, notadamente, a preservação do capital social, a tutela da informação e a proteção dos investidores contra condições artificiais de oferta, demanda e preço.

Estando observados os objetivos do art. 30 da LSA e da norma da CVM que regulamenta a matéria, e se tratando de situação especial e circunstanciada realizada no interesse da companhia e de seus acionistas, se está diante de uma hipótese que justifica a autorização da CVM para dispensa de requisitos para negociação com as próprias ações, nos termos do art. 12 da ICVM 567.

A esse respeito, é oportuno ressaltar, em primeiro lugar, que a Companhia possui um saldo de lucros e reservas disponíveis bastante elevado e muito superior ao necessário à manutenção do Limite Adicional das Units em tesouraria, não havendo ameaça ao princípio da intangibilidade do capital social, que não seria afetado como consequência da aquisição do Limite Adicional de Units.

Em 30/09/2015, o montante de lucros e reservas disponíveis da Companhia, nos termos do Art. 7º, parágrafo 1º, I da ICVM 567, era de cerca de R\$ 8.189.677.000,00. Especificamente para o Programa de Recompra, a aquisição das ações ocorrerá mediante aplicação de recursos disponíveis na Reserva de Lucros Estatutária Acumulada, cujo saldo em 30/09/2015 era de cerca de R\$ 4.984.401.000,00.

A aquisição das Units até o Limite Adicional, se calculadas com base na cotação de fechamento das Units em 27 de novembro de 2015, acarretariam um efeito de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 4/12

R\$1.607.430.398,00, restando, portanto, um diferencial positivo de lucros e reservas disponíveis de aproximadamente R\$6,5 bilhões quando considerada a totalidade de lucros e reservas disponíveis e de R\$3,3 bilhões, quando considerada somente a Reserva de Lucros Estatutária Acumulada.

Também não há que se falar em prejuízo à tutela da informação, tendo em vista que as Companhias, ao cumprir as obrigações de informar da nova Instrução, deixaram o mercado plenamente informado a respeito dos eventos relacionados ao Programa de Recompra e à aquisição do Limite Adicional. Isso sem falar que a aquisição, caso aprovada, será realizada em ambiente de bolsa, garantindo a transparência de seus termos e condições e a quantidade de Units adquiridas será regularmente informada nos termos da regulamentação em vigor.

Assim, tendo em vista que as aquisições serão realizadas em bolsa, o processo de formação de preço será realizado em mercado.

[...]

Conforme já explicitado na Nota Explicativa CVM nº 16/80 à ICVM 10, o regulador visou, ao estabelecer tal limitação, evitar distorções prejudiciais ao funcionamento regular e ordenado do mercado, limitando a capacidade da companhia de influir no mercado de suas ações por meio da redução das ações em circulação.

Veja-se:

“As regras básicas, cujo preenchimento habilita a companhia a praticar as operações aqui tratadas, não poderiam deixar de mencionar um limite à quantidade de títulos a serem mantidos em tesouraria, uma vez que a efetiva capacidade de a companhia influir no mercado de suas próprias ações requer se delimite o alcance do instrumento criado, a fim de evitar distorções prejudiciais ao funcionamento regular e ordenado deste mercado”.

9. Ainda, destacaram precedentes em que a CVM autorizou a recompra acima do limite de 10%, e, especificamente com relação à liquidez, mencionaram o seguinte trecho do voto do então Diretor Marcos Pinto, no Processo CVM RJ nº RJ-2009-5962:

“É certo que o volume da operação é bastante significativo e que a CSN também está solicitando autorização para ultrapassar o limite de 10% previsto na Instrução CVM nº 10/8. Não obstante, entendo que manter o limite de 10% neste caso seria ineficiente para a companhia e ineficaz do ponto de vista regulatório.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 5/12

A CSN tem em tesouraria 7,8% das ações em circulação. **Logo, mesmo que seu pedido fosse indeferido, ela ainda poderia comprar 2,2% até atingir o limite de 10% previsto na Instrução CVM nº 10/80.**

Em seguida, poderia cancelar as ações adquiridas, abrindo espaço para novas aquisições. Repetindo esse procedimento sucessivas vezes, a CSN conseguiria completar a aquisição pretendida sem ultrapassar os limites previstos na Instrução CVM nº 10/80.

(...)

Não vejo porque impor à CSN o custo de realizar essas aquisições e cancelamentos sucessivos. Uma medida muito mais racional é permitir que a companhia adquira as ações de uma só vez, conferindo-lhe um prazo para se desfazer do excedente". (Trecho do voto do então Diretor Marcos Barbosa Pinto no PROC. RJ2009/5962, de 23.06.2009)

10. Por fim, quanto ao caráter transitório da manutenção em tesouraria de ações em quantidade excedente ao limite de 10%, o BTG se comprometeu a, caso autorizado a adquirir o limite adicional, ajustar o eventual excesso de units, por deliberação de cancelamento das ações subjacentes e/ou pela eventual alienação, no prazo de 6 meses.

ANÁLISE

11. Dispõe o art. 12 da Instrução CVM nº 567/15 que, em situações excepcionais e devidamente justificadas, a CVM, desde que previamente consultada, pode aprovar a negociação de ações de própria emissão por companhia aberta em condições diferentes das previstas na instrução.

12. No caso em análise, as sociedades demandam à Autarquia autorização para recomprar units em volume superior ao percentual máximo permitido no *caput* do art. 8º do referido normativo, qual seja 10% dos papéis mantidos em tesouraria, nos termos transcritos abaixo:

Art. 8º As companhias abertas não podem manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% (dez por cento) de cada espécie ou classe de ações em circulação no mercado

13. De acordo com o Relatório de Audiência Pública da Instrução CVM nº 567/15, que revogou a Instrução CVM nº 10/80, a Autarquia não identificou razões para modificar o percentual máximo de ações passíveis de serem mantidas em tesouraria. Em seu entendimento:

Atualmente, poucas companhias efetivamente se aproximam do limite de 10% (dez por cento) previsto na legislação em vigor. Nas hipóteses em que isso ocorre, o limite ainda assim não implica um impedimento absoluto a operações de recompra de ações, uma vez que existe a possibilidade de cancelamento das ações



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 6/12

em tesouraria, abrindo espaço para novas recompras. Diante disso, a CVM não vê razão para modificar o percentual máximo de ações passíveis de serem mantidas em tesouraria.

14. Por conseguinte, permanecem válidas as justificativas constantes da Nota Explicativa nº 16/80, acerca da necessidade da preservação do capital social, da tutela da informação e da proteção dos investidores contra condições artificiais de oferta, demanda e preço, em operações de recompra de ações.

PRESERVAÇÃO DO CAPITAL SOCIAL

15. De acordo com o Formulário de Informações Trimestrais – ITR de 30.09.2015 do Banco, as reservas de lucro totalizam R\$ 8.189.677 mil. Desse montante, o valor destinado à reserva estatutária de R\$ 4.984.401 mil, é significativamente superior à estimativa de gastos com a recompra de units pretendida.

16. Considerando que as units são compostas não apenas por ações do banco, mas também por papéis da sociedade estrangeira, observamos, a título comparativo, nas Demonstrações Financeiras Combinadas do Grupo BTG Pactual relativas à 30.09.2015, que as reservas estatutárias alcançam R\$ 5.037.776 mil, montante também superior ao necessário para efetuar a operação em apreço.

17. Vale dizer que a divulgação periódica das Demonstrações Combinadas do Grupo BTG Pactual está em linha com o disposto no Ofício CVM/SEP/GEA-5/Nº 128/2012, sobre a necessidade de divulgação das demonstrações financeiras combinadas do Banco e da BTGP, na mesma periodicidade da divulgação das demonstrações financeiras individuais e consolidadas exigidas da companhia brasileira.

18. De qualquer forma, nos termos do § 5º do art. 7º da Instrução CVM nº 567/15, os administradores somente podem aprovar a recompra de ações se tiverem tomado as diligências necessárias para se assegurar de que:

I – a situação financeira da companhia é compatível com a liquidação da aquisição em seu vencimento sem afetar o cumprimento das obrigações assumidas com credores nem o pagamento de dividendos obrigatórios, fixos ou mínimos; e

II – na hipótese da existência de recursos disponíveis ter sido verificada com base em demonstrações contábeis intermediárias ou refletidas nos ITR, não há fatos previsíveis capazes de ensejar alterações significativas no montante de tais recursos ao longo do período restante do exercício social.

TUTELA DA INFORMAÇÃO

19. Alegam os consultentes que, ao cumprirem com as regras de divulgação da Instrução CVM nº 567/15, deixaram o mercado plenamente informado a respeito dos eventos relacionados ao programa de recompra e à aquisição do limite adicional. Além disso, a seu ver, a aquisição de units em bolsa e a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 7/12

prestação de informações periódicas sobre a quantidade adquirida também garantirão a transparência exigida na operação.

20. Consideramos, em casos dessa natureza, que a transparência requerida diz respeito tanto à divulgação adequada de informações sobre o programa de recompra quanto sobre a disponibilidade de informações relacionadas ao emissor.

21. Nessa esteira, a Diretiva 2003/6/CE define informação privilegiada como toda a informação com caráter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes de instrumentos financeiros ou a um ou mais instrumentos financeiros. (grifo nosso)

22. Isto posto, temos observado nos últimos dias uma série de notícias divulgadas na imprensa sobre a situação do BTG e de pessoas relacionadas, após a prisão de André Esteves. Como exemplo, destacamos as seguintes reportagens divulgadas antes de manifestação do Banco sobre o assunto:

- Notícia veiculada em 10.12.2015 no Portal Exame, seção Notícias, sob o título: “Ações do BTG estáveis por horas indicam banco como comprador”
- Notícia veiculada em 09.12.2015 no jornal Valor Econômico, seção Finanças, sob o título: “BTG quer reconstruir negócio em torno da gestão de recursos”
- Notícia veiculada em 07.12.2015, na mídia eletrônica AE News, sob o título: “Sócios chilenos conversam com o BTG Pactual sobre recomprar operação no Chile”
- Notícia veiculada em 07.12.2015 no blog Radar Online, da Revista Veja, sobre a apresentação de denúncia contra André Esteves pelo procurador-geral da República, Rodrigo Janot.
- Notícia veiculada em 04.12.2015 no jornal O Estado de São Paulo, sobre a possibilidade de fechamento de capital do banco e a possibilidade de venda de participação em diversos negócios como a Mitsubishi Motors, o UOL, a rede de academias BodyTech, a BR Properties e a Bravante, que atua na área de apoio marítimo.
- Notícia veiculada em 03.12.2015 no jornal Valor Econômico, seção Finanças, sob o título: “Banco põe Recovery e Leader à venda”
- Notícia veiculada em 02.12.2015 no jornal Folha de São Paulo, seção Mercado, sob o título: “BTG tenta reforçar caixa para conter crise”
- Notícia veiculada em 02.12.2015 no site do jornal O Estado de São Paulo, seção Notícias, sob o título: “Agência Moody's rebaixa ratings do BTG Pactual”
- Notícia veiculada em 30.11.2015 no *site* Bloomberg, sob o título: “Sócios do BTG estariam atrás de Participação de André Esteves”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 8/12

- Notícias veiculadas no jornal Valor Econômico em 30.11.2015 sobre negociação da venda de carteiras de crédito para outras instituições e também de fatias detidas em empresas (as principais candidatas seriam a Rede D'Or e Estapar)

- Matéria veiculada no blog do Geraldo Samor da revista Veja em 26.11.2015, sob o título: “Sob ataque, BTG liga para Bradesco e UBS para conversas”

- Matéria veiculada no blog do Geraldo Samor da revista Veja em 25.11.2015, sob o título: “BTG nomeia Persio Arida CEO”

23. Em paralelo, há que se destacar a instauração de Processo CVM nº RJ-2015-12690, em análise na Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, sobre a alteração do controle acionário do BTG, anunciada em Fato Relevante de 02.12.2015.

24. Assim, em que pese a situação atual da companhia e as esperadas especulações do mercado sobre seu futuro, as notícias divulgadas a todo instante na mídia têm o poder de comprometer, a nosso ver, a transparência necessária para a realização de uma operação tão excepcional, como a recompra de units em percentual superior ao limite previsto na Instrução CVM nº 567/15.

25. Outrossim, a recompra de units em quantidades significativamente elevadas, em um contexto de nítida busca de liquidez pelo Banco por meio da venda de ativos relevantes, contribuiria com a disseminação de sinais aparentemente contraditórios para o mercado.

26. Além disso, caso a expectativa do Banco acerca da manutenção de sua solidez e da liquidez de seus ativos não se concretize e, em consequência, sua situação se deteriore, acreditamos, a princípio, que a eventual elevação dos limites de recompra, poderia, inclusive, contribuir para o aumento abrupto da volatilidade dos papéis, com consequentes efeitos adversos sobre o mercado.

CONDIÇÕES ARTIFICIAIS DE OFERTA, DEMANDA E PREÇO

27. Nos termos da Diretiva 2003/6/CE, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado, “a criação de um mercado financeiro integrado e eficiente pressupõe que seja garantida a integridade do mercado”. Ademais, “o bom funcionamento dos mercados dos valores mobiliários e a confiança do público nos mesmos mercados são uma condição essencial do crescimento econômico e da prosperidade.”

28. Nesse sentido, dispõe a Instrução CVM nº 8/79 ser vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 9/12

29. Não obstante, dispõe a regra europeia que, em determinadas circunstâncias, as medidas de estabilização dos instrumentos financeiros ou as operações efetuadas no âmbito de programas de recompra podem justificar-se por razões econômicas, não devendo, por conseguinte, serem consideradas por si mesmas abuso de mercado.

30. Em linha com esse raciocínio, a CVM, nos termos do art. 12 da Instrução CVM nº 567/15, pode autorizar a realização de operações de recompra em limites superiores ao disposto em seu art. 8º, desde que afastada a possibilidade de criação de condições artificiais de oferta, demanda e preço, da inexistência de informações relevantes pendentes de divulgação ao mercado ou de oferta pública de valores mobiliários em curso, conforme previsto em seu art. 11, incisos I, II e III.

31. No caso concreto, observamos a atuação do BTG nos 10 primeiros dias do Programa de Recompra de units iniciado em 25.11.2015, conforme dados obtidos com a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, no período compreendido entre 01.11.2015 e 08.12.2015 (não foram detectadas recompras antes do início do programa):

Data	Qtde. Compra	% dos negócios com BBTG11 (quant.)	Volume Compra	% dos negócios com BBTG11 (volume)	Total negociado de BBTG11 no dia (quant.)	Total negociado de BBTG11 no dia (Volume)
25/11/2015	2.089.500	9%	R\$ 50.684.984,00	10%	22.923.818	R\$ 526.767.793,66
26/11/2015	4.096.312	55%	R\$ 97.298.203,56	55%	7.506.709	R\$ 178.051.217,98
27/11/2015	1.643.600	37%	R\$ 37.559.661,00	37%	4.467.519	R\$ 102.424.958,26
30/11/2015	749.500	20%	R\$ 15.453.300,00	20%	3.763.233	R\$ 76.958.087,62
01/12/2015	634.500	30%	R\$ 12.861.650,00	30%	2.114.899	R\$ 43.057.057,08
02/12/2015	1.654.500	33%	R\$ 33.202.380,00	33%	5.057.927	R\$ 101.327.179,38
03/12/2015	245.900	19%	R\$ 4.923.810,00	19%	1.316.592	R\$ 26.519.020,38
04/12/2015	1.784.100	61%	R\$ 34.898.024,00	61%	2.919.703	R\$ 57.220.832,44
07/12/2015	2.243.400	66%	R\$ 40.366.966,00	66%	3.389.718	R\$ 61.152.516,45
08/12/2015	4.759.500	60%	R\$ 72.304.305,00	60%	7.946.605	R\$ 120.998.277,01

32. Verificamos, nesse período, que a quantidade de units recomprada, a qual representa 8,63% dos valores mobiliários em circulação, provocou, por si só, a expressiva elevação do número dos negócios efetuados em bolsa.

33. Isto posto, entendemos que não seria possível afastar, de plano, a hipótese prevista no inciso I do art. 11 da Instrução CVM nº 567/15.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 10/12

34. Deve-se destacar, segundo informações da SMI fornecidas em 03.12.2015 em relação às operações a termo, que as clearings da BM&FBovespa e da CETIP não haviam identificado, até então, qualquer falha na liquidação de operações e contratos derivativos do grupo BTG Pactual ou de clientes dos intermediários do grupo, embora elas tivessem solicitado ao Banco e à BTG Pactual CTVM a adoção de medidas destinadas a suportar a turbulência do mercado no período.

35. Os efeitos das operações a termo sobre o preço das units objeto desta consulta vêm sendo analisados pela SMI, sem conclusão formada até o presente momento.

36. Por fim, com relação ao percentual de ações emitidas por BTG e BTGP em circulação, vale notar o quadro da composição acionária das companhias, na data base 25.11.2015, apresentado em Comunicado ao Mercado de 04.12.2015:

Banco BTG Pactual S.A.	ON	%	PNA	%	PNB	%	Total	%
Vinculadas	1.193.792.696	83,8%	114.622.988	19,9%	815.850.404	100,0%	2.124.266.088	75,4%
BTG Pactual Holding S.A.	1.151.788.802	80,9%	30.615.200	5,3%	815.850.404	100,0%	1.998.254.406	71,0%
Outros veículos vinculados ao BTG Pactual	9.338.000	0,7%	18.676.000	3,2%	0	0,0%	28.014.000	1,0%
Veículos de Partners do BTG Pactual (incluindo adm.)	32.665.894	2,3%	65.331.788	11,3%	0	0,0%	97.997.682	3,5%
Total de ações em circulação	230.513.118	16,2%	461.026.236	80,1%	0	0,0%	691.539.354	24,6%
Total	1.424.305.814	100,0%	575.649.224	100,0%	815.850.404	100,0%	2.815.805.442	100,0%

BTG Pactual Participations Ltd.	Classe A	%	Classe B	%	Classe C	%	Classe D	%	Total	%
Vinculadas	57.311.494	22,1%	114.622.988	22,1%	1	100,0%	0	0,0%	171.934.483	21,3%
BTG Pactual GP Management Ltd.	0	0,0%	0	0,0%	1	100,0%	0	0,0%	1	0,0%
BTG Pactual Holding S.A.	15.307.600	5,9%	30.615.200	5,9%	0	0,0%	0	0,0%	45.922.800	5,7%
Veíc. de Part. BTG Pactual (incluindo adm.)	42.003.894	16,2%	84.007.788	16,2%	0	0,0%	0	0,0%	126.011.682	15,6%
Total de ações em circulação	201.889.488	77,9%	403.778.976	77,9%	0	0,0%	28.623.630	100,0%	634.292.094	78,7%
Total	259.200.982	100,0%	518.401.964	100,0%	1	100,0%	28.623.630	100,0%	806.226.577	100,0%

37. Observamos que a redução do free-float referente aos papéis que compõem os units seria bastante expressiva, uma vez aprovada a recompra em percentual superior ao estabelecido na Instrução CVM nº 567/15. Em especial, o free-float das ações ordinárias do Banco passaria de 16,2% para 9,59%.

38. A título de informação, apresentamos abaixo a evolução da composição acionária das sociedades, desde o registro de sua oferta pública inicial, em 25.04.2012:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 11/12

Banco BTG Pactual S.A.										
11/25/2015										
Name	ON	%	PNA	%	PNB	%	Total	%	Total units	%
Vinculadas	1,193,797,696	83.8%	114,677,988	14.9%	815,850,404	100.0%	2,124,266,088	75.4%	708,088,696	75.4%
BTE Factual Holding S.A.	1,151,788,802	80.9%	30,615,200	5.3%	815,850,404	100.0%	1,998,254,406	71.0%	666,064,802	71.0%
BTE Factual Other Vehicles	9,338,000	0.7%	18,876,000	3.2%	0	0.0%	28,014,000	1.0%	9,338,000	1.0%
BTE Factual Partners Vehicles	32,665,894	2.3%	55,331,788	11.3%	0	0.0%	97,997,682	3.5%	32,665,894	3.5%
Total Pres-Float	230,513,118	16.2%	431,026,236	80.1%	0	0.0%	691,535,354	24.6%	230,513,118	24.6%
Total	1,424,305,814	100.0%	575,649,224	100.0%	815,850,404	100.0%	2,815,805,442	100.0%	938,601,814	100.0%

Banco BTG Pactual S.A.										
12/30/2014										
Name	ON	%	PNA	%	PNB	%	Total	%	Total units	%
Vinculadas	1,171,150,513	84.2%	59,938,682	15.8%	815,850,404	100.0%	2,057,238,629	75.8%	685,776,513	75.8%
BTE Factual Holding S.A.	1,150,746,443	82.7%	28,530,482	5.6%	815,850,404	100.0%	1,995,127,329	73.5%	665,042,443	73.5%
BTE Factual Other Vehicles	9,065,800	0.7%	18,131,600	3.0%	0	0.0%	27,197,400	1.0%	9,065,800	1.0%
BTE Factual Partners Vehicles	11,638,300	0.8%	23,276,600	4.6%	0	0.0%	34,914,900	1.3%	11,638,300	1.3%
Total Pres-Float	219,220,861	15.8%	438,441,722	86.2%	0	0.0%	657,662,583	24.2%	219,220,861	24.2%
Total	1,390,671,404	100.0%	508,380,404	100.0%	815,850,404	100.0%	2,714,902,212	100.0%	904,967,404	100.0%

Banco BTG Pactual S.A.										
12/30/2013										
Name	ON	%	PNA	%	PNB	%	Total	%	Total units	%
Vinculadas	1,184,209,318	85.7%	55,458,852	10.9%	815,850,404	100.0%	2,055,516,554	75.0%	678,505,318	75.0%
BTE Factual Holding S.A.	1,156,814,318	83.2%	40,666,732	8.0%	815,850,404	100.0%	2,013,337,954	74.2%	671,110,318	74.2%
BTE Factual Other Vehicles	5,234,500	0.4%	10,509,000	2.1%	0	0.0%	15,763,500	0.6%	5,234,500	0.6%
BTE Factual Partners Vehicles	7,140,700	0.7%	4,781,400	0.8%	0	0.0%	6,437,100	0.3%	7,140,700	0.7%
Total Pres-Float	226,461,886	16.3%	428,921,772	89.1%	0	0.0%	679,385,658	25.0%	226,461,886	25.0%
Total	1,390,671,404	100.0%	508,380,404	100.0%	815,850,404	100.0%	2,714,902,212	100.0%	904,967,404	100.0%

Banco BTG Pactual S.A.										
12/23/2012										
Name	ON	%	PNA	%	PNB	%	Total	%	Total units	%
Vinculadas	1,146,530,102	82.4%	20,097,800	4.0%	815,850,404	100.0%	1,982,478,306	73.0%	660,826,102	73.0%
BTE Factual Holding S.A.	1,145,481,202	82.4%	18,000,000	3.5%	815,850,404	100.0%	1,979,331,606	71.9%	659,777,202	72.5%
BTE Factual Other Vehicles	1,048,900	0.1%	2,097,800	0.4%	0	0.0%	3,146,700	0.1%	1,048,900	0.1%
BTE Factual Partners Vehicles	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
Total Pres-Float	244,141,302	17.6%	438,282,604	96.0%	0	0.0%	732,423,906	27.0%	244,141,302	27.0%
Total	1,390,671,404	100.0%	508,380,404	100.0%	815,850,404	100.0%	2,714,902,212	100.0%	904,967,404	100.0%

Banco BTG Pactual S.A.										
04/25/2012										
Name	ON	%	PNA	%	PNB	%	Total	%	Total units	%
Vinculadas	1,145,481,202	83.7%	18,000,000	3.9%	815,850,404	100.0%	1,979,331,606	74.7%	659,777,202	74.7%
BTE Factual Holding S.A.	1,145,481,202	83.7%	18,000,000	3.9%	815,850,404	100.0%	1,979,331,606	74.7%	659,777,202	74.7%
BTE Factual Other Vehicles	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
BTE Factual Partners Vehicles	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
Total Pres-Float	223,027,798	16.3%	446,045,596	96.1%	0	0.0%	669,068,394	25.3%	223,027,798	25.3%
Total	1,368,504,000	100.0%	454,045,596	100.0%	815,850,404	100.0%	2,648,400,000	100.0%	882,800,000	100.0%

Fonte: Banco BTG Pactual S.A.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Continuação do RA/SEP/GEA-1/Nº 167/2015 – fl. 12/12

CASOS PRECEDENTES

39. Com relação às decisões do Colegiado da CVM, autorizando a recompra de papéis em limites superiores ao percentual permitido na antiga Instrução CVM nº 10/80, consideramos que os casos precedentes versavam sobre condições bem diversas da atual, formulados em função da necessidade de concretização de alguma transação específica, associada ou não, à eventual impossibilidade de cancelamento de percentual de ações mantidas em tesouraria. (Processos CVM nºs RJ-2014-11297 – Oi S.A., RJ-2012-1810 – JBS S.A., RJ-2009-5962 – Companhia Siderúrgica Nacional, RJ-2005-8293 – Gafisa S.A., RJ-2003-6670 – Unibanco Holdings S.A.)

40. Em suma, diferentemente das consultas anteriores apreciadas pelo Colegiado desta Autarquia, o pedido em questão tem como fundamento o mesmo apresentado nos programas de recompra de diversos emissores no curso regular de suas atividades, qual seja “a utilização eficiente dos recursos da Companhia, de modo a maximizar a alocação do capital da Companhia e a geração de valor para seus acionistas”, ainda que tenha sua situação agravada pelos eventos ocorridos desde 25.11.2015.

CONCLUSÃO

41. Diante de todo o exposto, e tendo por base os elementos trazidos na consulta em apreço, somos contrários à autorização para recompra de units referenciadas nos papéis de emissão do Banco BTG Pactual S.A. e de BTG Pactual Participations S.A., em percentual superior a 10%, nos termos do art. 12 da Instrução CVM nº 567/15, por conta da expressiva redução do free-float das ações que compõem os units, dos obstáculos à transparência de informações sobre o emissor requerida em operações dessa natureza e da possibilidade de criação de condições artificiais de mercado, em contraste com o disposto nos incisos I e II do art. 11 da Instrução CVM nº 567/15.

42. Assim sendo, propomos o envio do presente processo ao SGE, para apreciação pelo Colegiado da CVM, da consulta protocolada pelo Banco BTG Pactual S.A. e por BTG Pactual Participations Ltd., a ser relatada pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP, em atendimento ao pedido de urgência encaminhado a esta Superintendência em 03.12.2015.

Atenciosamente,

Maria Luisa Wernesbach Kehl
Analista – GEA-1

De acordo.

À SEP,

Nilza Maria Silva de Oliveira
Gerente de Acompanhamento de Empresas - 1



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

DESPACHO SEP/Nº 202/2015

Data: 10.12.2015

Processo CVM RJ-2015-12631

Refiro-me ao RA/CVM/SEP/GEA-1/Nº167/2015, de 10.12.15 (fls. 44/57), e manifesto-me de acordo com a análise e conclusão de que a CVM não deveria aprovar a negociação de ações em quantidade superior à determinada pelo art. 8º da Instrução CVM nº 567, de 17.09.15.

Isso porque, a meu ver, o problema de liquidez por que passa o grupo BTG não me parece uma situação excepcional que justifique que a CVM permita a aquisição de ações de própria emissão em condições diferentes das previstas na Instrução CVM nº 567/15, que recentemente passou por revisão, valendo ressaltar que a autarquia recusou a sugestão, na audiência pública, de permitir que as companhias pudessem manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 10% de cada espécie ou classe de ações em circulação no mercado.

Vale ainda lembrar que, nessa audiência pública recente, a CVM optou por não incluir a possibilidade de aumento desse percentual entre os casos previstos no art. 3º da Instrução CVM nº 567/15 (negociação de ações com eficácia condicionada à prévia aprovação pela assembleia geral).

Ademais, parece-me contraditório que a companhia venha se desfazendo de ativos para melhorar sua liquidez e concomitantemente utilize recursos para adquirir ações (UNITs) de própria emissão, operação que, nos termos do art. 30 da Lei nº 6.404/76, deve obedecer, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela CVM (atualmente, a Instrução CVM nº 567/15), que pode aprovar a negociação em condições diferentes às previstas naquela Instrução somente em situações excepcionais e devidamente justificadas.

Ainda, a situação por que passa o grupo BTG e a aquisição de 41% das UNIT em circulação no mercado (limite tão superior aos 10% previstos no art. 8º da Instrução CVM nº 567/15) parece-me trazer o risco de que o preço das referidas UNIT não reflita o adequado valor de mercado, pela atuação da própria companhia, em que pese a vedação de aquisição de ações de própria emissão a preços superiores aos de mercado, prevista no art. 7º, inciso II, da citada Instrução.

Da mesma forma, eventual autorização da CVM tenderia a aumentar o risco de negociação, pela companhia, de ações de própria emissão de posse de informações relevantes não divulgadas (p.ex. envolvendo a venda de ativos), bem como afetar o regular funcionamento do mercado, em que pese as vedações destacadas nos incisos I e II do art. 11 da Instrução CVM nº 567/15.

E, nesse sentido, entendo ainda que poderia não ser efetivo autorizar o pleito da companhia, ainda que condicionado ao cumprimento das demais disposições da Instrução CVM nº 567/15.

Por fim, a aquisição pela companhia de % tão elevado de ações de própria emissão parece-me ter o potencial de comprometer a liquidez das UNIT.

Isto posto, encaminho o presente processo a essa Superintendência Geral para posterior envio ao Colegiado para deliberação, nos termos do art. 12 da Instrução CVM nº 567/15.

Atenciosamente,

FERNANDO SOARES VIEIRA
Superintendente de Relações com Empresas