

CARLOS EDUARDO VERGUEIRO

MESTRE EM DIREITO (LL.M.) PELA COLUMBIA UNIVERSITY,
MESTRE EM DIREITO COMERCIAL E BACHAREL EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO,
VENCEDOR DO II CONCURSO DE MONOGRAFIAS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS,
ADVOGADO EM SÃO PAULO.

WWW.ACORDOS-E-GOVERNANCA.COM.BR

CVERGUEIRO@GMAIL.COM
HTTP://BR.LINKEDIN.COM/IN/CVERGUEIRO

São Paulo, 03 de fevereiro de 2014

À Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
Via e-mail para *audpublica1113@cvm.gov.br*

Ref.: *Edital de Audiência Pública SDM nº 11/13*

Prezados Senhores,

É com grande satisfação que encaminho meus comentários para a Audiência Pública em referência, sendo esta mais uma oportunidade na qual mantenho contato com a Comissão de Valores Mobiliários, uma vez que meus laços com esta prestigiosa autarquia começaram em 2001, quando fui o vencedor do II Concurso de Monografias da CVM, cujo tema era a integração das bolsas nacionais.

Ainda no início, gostaria de parabenizar a CVM por permitir aos seus *jurisdicionados* e aos estudiosos do tema oferecerem suas opiniões para as propostas de novas normas jurídicas aplicáveis às companhias abertas. Esse modo de agir da CVM é muito mais amplo e proveitoso que o direito de petição consagrado no art. 5º, inciso XXXIV da Constituição Federal. Do seu aspecto “voluntário”, por parte da CVM, é que vem a ideia de louvável, razão pela qual cumprimento Vossas Senhorias pelo posicionamento adotado. Seguem, abaixo, comentários baseados no Direito Italiano para o tema objeto da Audiência Pública, bem como outros comentários sobre o texto da minuta da Nova 10.

Elementos Mínimos da Deliberação Social Autorizadora da Aquisição de Ações: Preço Mínimo e Máximo a serem praticados

O Código Civil Italiano determina que a deliberação social referente à aquisição das próprias ações somente possa ser considerada como uma autorização para que a administração

da companhia realize a compra se estiverem presentes os seguintes aspectos: número máximo de ações a serem adquiridas, duração do período de compra (que não poderá ser superior a 18 meses), preços mínimo e máximo pelos quais a sociedade está autorizada a comprar ações de sua emissão. Essa regra está prevista no segundo parágrafo do artigo 2.357 do *Codice Civile*: “A sociedade não poderá adquirir ações próprias se não nos limites dos lucros distribuíveis e das reservas disponíveis resultantes do último balanço regularmente aprovado. Somente poderão ser adquiridas ações inteiramente liberadas. **A aquisição deve ser autorizada pela assembleia, a qual determinará, indicando em particular, o número máximo de ações a serem adquiridas, a duração, não superior a dezoito meses, para a qual a autorização é acordada, o respectivo mínimo e o respectivo máximo.** (...)”.¹

Regulamentando o tema, o CONSOB, órgão equivalente à CVM, editou a Regulação 11.971 que, da mesma forma como os propostos novos anexos 30-XXXIV e Item 19.2, estabelece um rol mínimo das informações que devem ser repassadas aos acionistas antes da deliberação em assembleia. No que interessa ao tema de divulgação de preços mínimos e máximos, a Regulação 11.971 determina que devem ser divulgados aos acionistas “5) o preço mínimo e o preço máximo, juntamente com os valores de mercado utilizados para determinar os preços mínimo e máximo [de aquisição]. Quando a identificação precisa dos preços mínimo e máximo for prorrogada até o momento de execução do negócio, a especificação dos critérios a serem utilizados para determinar tais preços, com referência em particular aos requisitos de objetividade para tais critérios e o fato de que eles permitam a identificação sem equívocos dos preços mínimo e máximo para compra ou venda de ações em tesouraria”.²

Ou seja, a legislação italiana entende que a compra e venda de ações em tesouraria depende de aprovação dos acionistas e que os acionistas devem ser informados sobre os critérios propostos para os preços de compra e venda de ações em tesouraria de forma a terem informações que lhes auxiliem na decisão de autorizar ou não referidas compras ou vendas.

Por essa razão, que parte do fundamento de que o preço a ser praticado pela companhia é informação relevante para os acionistas, é que se sugere que o rol de informações constante dos propostos Anexos 30-XXXIV ou 19.2 passem a exigir a identificação de preço mínimo e máximo, bem como dos critérios utilizados para defini-los. Sabe-se que a minuta da Nova 10 contém regras sobre presunção de regularidade de preços praticados. Porém, o que se sugere aqui é a existência de regras de informação aos acionistas sobre os preços que a companhia pretende praticar, dentro, obviamente, das regras de presunção de regularidade.

¹ No original: “Art. 2357 Acquisto delle proprie azioni. La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate. L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo.”

² No original: “5) il corrispettivo minimo e il corrispettivo massimo nonché le valutazioni di mercato sulla base delle quali gli stessi sono stati determinati. Ove l'individuazione puntuale del prezzo minimo e di quello massimo venga rinviata al momento di effettuazione dell'operazione, l'indicazione dei criteri sulla base dei quali verranno determinati i riferiti prezzi, con particolare riguardo ai requisiti di oggettività di tali criteri ed alla circostanza che essi siano idonei a consentire un'univoca individuazione dei corrispettivi minimi e massimi delle operazioni di acquisto e/o di alienazione di azioni proprie;”

Tratamento Iguatário entre Acionistas

O Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, lei financeira e do mercado de capitais italiano, determina em seu art. 132 que as operações da companhia com suas ações próprias devem ser realizadas de forma a se assegurar tratamento idêntico a todos os acionistas da companhia: “Art. 132. *Aquisição de ações da própria companhia ou de controladoras da companhia. 1. Compras de ações em tesouraria feitas conforme os Artigos 2357 e 2357-bis, subseção 1 do Código Civil por companhias com ações negociadas em bolsa devem ser feitas de forma a assegurar tratamento igualitário entre os acionistas, de acordo com procedimentos a serem estabelecidos pelo CONSOB em regulamento.*”³

A preocupação do legislador italiano foi no sentido de se evitar que as operações de compra pudessem ser feitas direcionadas a não todos os acionistas, o que levaria a uma situação de preferência para alguns em detrimento do todo. Sabe-se que a atual redação do art. 109 da Lei das S/A⁴ não contempla a aquisição de ações em tesouraria em seu rol de situações previstas como direito essencial dos acionistas. Mas é justamente verificando essa lacuna e a opção feita pelo legislador italiano que se sugere que a Nova 10 contenha regramento específico para determinar tratamento igualitário entre todos os acionistas para as operações de compra (ou venda) de ações próprias pela companhia.

Cálculo de Quórum para Instalação e Deliberação em Assembleia

O Código Civil italiano é expreso em afirmar que as ações em tesouraria continuam computáveis no cálculo do capital social feito para a verificação da instalação e deliberação em assembleia, estando essa regra prevista no art. 2357-ter: “... *O direito de voto é suspenso, mas as ações próprias são todavia computáveis no capital para o fim de cálculo das frações do capital social exigidas para a instalação e para a deliberação em assembleia*”.⁵

A leitura do texto da Lei 6.404/76 permite conclusão no mesmo sentido, embora não exista disposição específica sobre o tema, tal como há no *Codice Civile*. Para fins de se evitar dúvidas por parte de administradores e acionistas, sugere-se que a minuta da Nova 10 confirme esse entendimento, de forma a se afastarem dúvidas a partir da leitura do entendimento da autarquia que venha a, na Nova 10, ser registrado.

³ No original: “Art. 132 (Acquisto di azioni proprie e della società controllante) 1. Gli acquisti di azioni proprie, operati ai sensi degli articoli 2357 e 2357-bis, primo comma, numero 1), del codice civile, da società con azioni quotate, devono essere effettuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento.”

⁴ “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172.”

⁵ No original: “Art. 2357 ter Disciplina delle proprie azioni. Gli amministratori non possono disporre delle azioni acquistate a norma dei due articoli precedenti se non previa autorizzazione dell'assemblea, la quale deve stabilire le relative modalità. Finché le azioni restano in proprietà della società, il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni. Il diritto di voto è sospeso, ma le azioni proprie sono tuttavia computate nel capitale ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea.”

Comentário para o art. 3º, inciso I

O art. 3º, inciso I, prevê que a deliberação social necessária para a compra de ações seja tomada em assembleia quando o montante a ser adquirido tiver por objeto mais de 5% de espécie ou classe de ações em circulação.

Entende-se que a posição (boa posição) proposta pela CVM é no sentido de considerar 5% de espécie ou classe de ações em circulação como o patamar mínimo para que a deliberação deixe de ser possível pela atuação do Conselho de Administração, e ocorra um deslocamento da deliberação para assembleia. O comando aqui previsto contém redação similar à presente no art. 12 da Instrução 358.

Porém, sugere-se, pelos mesmos motivos que acreditamos que tenham sido considerados pela CVM na redação proposta, uma restrição ainda maior para o tema, de forma que ocorra a alocação para a assembleia do poder de decidir pela aquisição de ações próprias na ocorrência de quaisquer das seguintes situações:

(a) o montante de ações a serem adquiridas seja equivalente a 5% de espécie ou classe de ações em circulação;

(b) o montante de ações a serem adquiridas, ainda que inferior a 5% de espécie ou classe de ações em circulação, somadas todas as ações de todas as espécies a serem adquiridas, corresponda a 5% do capital social (total);

(c) o montante de ações a serem adquiridas, somado às ações eventualmente mantidas em tesouraria, decorrentes de deliberação social anterior, seja equivalente a 5% de espécie ou classe de ações em circulação;

(d) o montante de ações a serem adquiridas, somado às ações eventualmente mantidas em tesouraria, decorrentes de deliberação social anterior, seja equivalente a 5% do capital social (total).

Comentário para o art. 6º, inciso I

Sugere-se que a Nova 10 seja expressa para incluir vedação para compra de ações pertencentes ao controlador direto ou indireto. Da forma como redigido, o inciso I pode permitir dúvidas sobre a aplicação da vedação quando, por exemplo, o controlador final indireto possui o controle através de ações detidas diretamente por uma holding, mas também detém ações detidas de forma direta, ainda que as ações detidas de forma direta sejam em quantia inferior às ações detidas por sua holding controladora direta. Nesse caso, pode-se perceber que o intuito da norma seria o de se vedar qualquer compra de ações. Por outro lado, da ausência de determinação expressa sobre controle direto e indireto no texto da norma é que podem existir dúvidas para a aplicação da regra prevista, o que sugere a sua revisão.

Sendo esses os comentários que gostaríamos de apresentar para a Comissão de Valores Mobiliários, aproveitamos da oportunidade para apresentar nossos votos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

CARLOS EDUARDO VERGUEIRO