

**Audiência Pública SDM nº 11/2013 – Alterações nas Instruções CVM nº
10/80, 358/02 e 390/03**

Comentários do IBGC à Audiência Pública SDM nº 11/2013

Sumário:

- 1. Introdução**
- 2. Sugestões do IBGC para a Audiência Pública**
 - 2.1 Sugestões Gerais**
 - 2.2 Sugestões Específicas**

1. Introdução

A recompra de ações é operação legítima que busca atingir dois objetivos relevantes da empresa:

- atrair e satisfazer acionistas e potenciais investidores, sinalizando com potencial valorização da ação, melhora do dividendo por ação e eventual fonte/regulação de liquidez para programas de stock options;
otimizar a estrutura de capital e os indicadores de retorno sobre ativo e patrimônio líquido

Entretanto, a transação pode envolver certos riscos, como uma possível tentativa de manipulação de preço do papel, o que bastante relevante em nosso mercado dado que a grande maioria das companhias listadas no Brasil tem controle definido.

Com base neste pano de fundo, são apresentadas a seguir sugestões sobre a minuta.

2. Sugestões do IBGC para Audiência Pública

Na presente proposta, foi adotada a numeração de itens constante da minuta em audiência pública. Em alguns casos já foi apresentada uma nova sugestão de redação (em vermelho), em outros foi apenas apresentada a modificação sugerida, de modo que a CVM possa identificar a melhor forma de implementá-la, caso julgue pertinente.

2.1. Sugestões gerais

Recompra de ações

Observa-se no mercado que há companhias que divulgam planos de recompra, mas não os executam, razão pela qual sugerimos que as empresas, ao final do programa, sejam obrigadas a divulgar fato relevante, detalhando as compras realizadas e explicando os motivos pela não execução do programa de forma integral, reforçando o aumento de transparência pretendido com a minuta.

2.2. Sugestões específicas

As recomendações estão organizadas obedecendo a seguinte sequência: identificação do trecho em análise, apresentação da sugestão correspondente e, em Caixa de texto, eventual sugestão de redação, quando cabível.

Instrução CVM 10

- **Art. 3º - Autorização para Recompra**

"Art. 3º A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão depende de prévia aprovação pela assembleia geral quando:

I – ainda que por meio de diversas operações isoladas, tiver por objeto mais de 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações em circulação;

II – for realizada fora de mercados organizados de valores mobiliários e a preços mais de 10% (dez por cento) superiores, no caso de aquisição, ou mais de 10% (dez por cento) inferiores, no caso de alienação, às cotações de mercado;

III – puder influir na composição do controle acionário ou da estrutura administrativa da sociedade; ou

IV – a contraparte do negócio for parte relacionada à companhia, conforme definida pelas regras contábeis que tratam desse assunto, sem prejuízo do disposto no art. 6º, I."

Sugestão: Entendemos que a permissão para recompra em mercado não organizado, por empresas que negociam suas ações em bolsa, é inadequada pois pode prejudicar: i) a transparência da operação, por ser feita em ambiente não organizado; ii) a equidade, já que impede que outros acionistas possam participar da negociação; iii) a otimização do preço pago pela Companhia.

Ainda, compreendemos ser adequado que a decisão seja tomada pela Assembleia em casos específicos, conforme proposto na minuta. Entretanto, entendemos que a instrução deve cuidar para evitar potenciais conflitos de interesses envolvidos nesta deliberação, impedindo o voto das partes conflitadas.:

Art. 3º A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão depende de prévia aprovação pela assembleia geral, sem o voto de eventual parte conflitada na operação, quando:

I – ainda que por meio de diversas operações isoladas, tiver por objeto mais de 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações em circulação;

~~*II – for realizada fora de mercados organizados de valores mobiliários e a preços mais de 10% (dez por cento) superiores, no caso de aquisição, ou mais de 10% (dez por cento) inferiores, no caso de alienação, às cotações de mercado;*~~

~~*III – puder influir na composição do controle acionário ou da estrutura administrativa da sociedade; ou*~~

~~*IIIV – a contraparte do negócio for parte relacionada à companhia, conforme definida pelas regras contábeis que tratam desse assunto, sem prejuízo do disposto no art. 6º, I.*~~

§ 1º Nos demais casos, a negociação pode ser aprovada pelo conselho de administração.

- **Art. 6º - Recursos Disponíveis**

"Art. 6º A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando:

(...)

§ 6º Os administradores só podem aprovar a aquisição de ações ou, quando for o caso, propor sua aprovação pela assembleia geral, se tiverem tomado todas 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 de a existência de recursos disponíveis ter sido verificada com base em demonstrações contábeis intermediárias ou refletidas nos formulários de informações trimestrais – ITR, não há fatos previsíveis capazes de ensejar alterações significativas no montante de tais recursos ao longo da fase restante do exercício social."

Sugestão: Entendemos ser um grande avanço a divulgação exigida nos anexos 30-XXXIV (Instrução CVM 480/2009) e 21-B (Instrução CVM 481/2009), com detalhes,

justificativas e análise da operação e dos recursos disponíveis e condições financeiras da companhia.

Ainda, a análise da conveniência da operação deve se atentar à estrutura ótima de capital, devendo incluir, obviamente, análise dos *covenants* e outras obrigações existentes perante terceiros, além de atender aos interesses da companhia, mesmo que tal dispositivo já conste na Lei das S/A.

§ 6º Os administradores só podem aprovar a aquisição de ações ou, quando for o caso, propor sua aprovação pela assembleia geral, se tiverem tomado todas as diligências necessárias para se assegurar de que:

I – a situação financeira da companhia, considerando a estrutura ótima de capital, 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 de a existência de recursos disponíveis ter sido verificada com base em demonstrações contábeis intermediárias ou refletidas nos formulários de informações trimestrais – ITR, não há fatos previsíveis capazes de ensejar alterações significativas no montante de tais recursos ao longo da fase restante do exercício social;

III – a transação atende aos interesses da companhia.

Instrução CVM nº 358

- **Art. 2º - Divulgação**

"Art.11 - Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ficam obrigados a comunicar à CVM, à companhia e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, a quantidade, as características e a forma de aquisição dos valores mobiliários de sua emissão e de sociedades controladas ou controladoras, que sejam companhias abertas, ou a eles referenciados, de que sejam titulares, bem como as alterações em suas posições.

(...)

§ 5º *A companhia deverá enviar à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação as informações referidas no caput e nos §§ 1º a 3º com relação aos valores mobiliários negociados:*

I – por ela própria, suas controladas e coligadas; e

II – pelas pessoas referidas no caput.

§ 6º *As informações deverão ser enviadas no prazo de 10 (dez) dias após o término do mês em que se verificarem alterações das posições detidas, ou do mês em que ocorrer a investidura no cargo das pessoas citadas no caput.”*

Sugestão: Entende-se como ideal a divulgação tempestiva das negociações de administradores e da própria companhia, uma vez que o mercado é dinâmico e necessita de informações imediatas.

Sugere-se a análise pela autarquia de qual seria o menor prazo possível para atender a esse imediatismo, considerando uma proposta viável e factível para implantação pelas companhias. E, sendo mantida a permissão de recompra em mercado não organizado, devem ser divulgados também, com a mesma tempestividade, os vendedores, além de preço e volume.

- **Art. 2º - Patamares para a Divulgação**

"Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações:

(...)

§ 1º *Considera-se negociação relevante o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta das pessoas referidas no caput ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta.”*

Sugestão: Acreditamos que a redação proposta poderia incluir alguns parâmetros para endereçar totalmente as possibilidades previstas na regra. A preocupação

reside nos casos de investidores que realizam diversas movimentações num curto espaço de tempo (resgate, novo aporte, rebalanceamento de carteira), os quais poderão constantemente transitar entre os patamares delimitados, gerando um excesso de divulgações.

Observa-se que a simples transição entre os patamares não evidencia uma alteração relevante, como por exemplo, uma variação de posição de 9,8% para 10,1%.

Sugere-se que a CVM reflita sobre a necessidade de divulgação reiterada de informações acerca dessas pequenas flutuações. Uma possível alternativa seria uma pequena tolerância para cima ou para baixo dos patamares (desde que não impliquem na criação ou troca de controle) e/ou um prazo entre a última e a nova negociação.