

Rio de Janeiro, 3 de fevereiro de 2014.

À
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

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

Prezados Senhores,

Cumprimentando essa Comissão pela iniciativa de consolidar e atualizar as normas regulamentares relativas às negociações, por companhias abertas, com ações de sua própria emissão, vimos, em atendimento ao Edital de Audiência Pública SDM nº 11/13 (“Edital”), dentro do prazo de sua prorrogação, apresentar nossos comentários à minuta de Instrução que pretende substituir as Instruções CVM nº 10/80 e 390/03 (“Nova 10”).¹

1. Introdução

O art. 30 da Lei nº 6.404/76 (“Lei das S.A.”) veda a negociação com ações de própria emissão, salvo em determinadas hipóteses, previstas taxativamente.

Como se sabe, essa proibição tem duas finalidades primordiais.

A primeira, aplicável a todas as companhias, é preservar a *integridade do capital social*, com preocupação relacionada à proteção aos credores.

A segunda finalidade da proibição diz respeito especificamente às companhias abertas. Pretende-se evitar que a companhia e suas contrapartes atuem no mercado de modo a criar condições artificiais, ou buscando a obtenção de vantagens mediante a utilização de informações privilegiadas. Por esse motivo, a Lei das S.A. atribuiu competência específica à CVM quanto ao tema – em adição ao poder regulamentar genericamente outorgado pelo art. 22, III, da Lei nº 6.385/75.

Tais propósitos foram explicados de forma clara e sintética na Exposição de Motivos que acompanhou o anteprojeto que levou à edição da Lei das S.A.:

¹ Referimo-nos exclusivamente à primeira minuta apresentada pelo Edital. Eventuais referências à segunda minuta, que propõe alterações à Instrução nº 358/02, serão feitas expressamente no corpo do texto.

“A lei proíbe a negociação com as próprias ações para proteger a integridade do capital social. Não há razão para manter essa proibição nos casos em que as ações são adquiridas sem prejuízo do capital social e da reserva legal. Nas companhias abertas, o §2º do artigo 30 subordina a aquisição das próprias ações às normas fixadas pela Comissão de Valores Mobiliários porque essa modalidade de operação pode ser utilizada como instrumento de manipulação no mercado, em prejuízo do público investidor.”

Nesse contexto, parece-nos que o papel da regulamentação da CVM quanto ao tema é o de (i) assegurar a transparência de operações dessa natureza, possibilitando aos agentes econômicos uma compreensão adequada da atuação da companhia e de suas contrapartes; e (ii) inibir operações prejudiciais ao mercado, especialmente em relação à formação artificial de preços.

Feitas essas breves considerações, gostaríamos de nos manifestar sobre três aspectos da Nova 10, apresentados conforme a ordem em que aparecem na minuta, quais sejam:

- (i) atribuição de competência exclusiva à assembleia geral de acionistas para deliberar sobre certas hipóteses de negociação, por companhias abertas, com ações de sua própria emissão (art. 3º);
- (ii) a forma de cômputo de contratos derivativos no limite de ações que se pode manter em tesouraria (art. 7º);
- (iii) restrição aos direitos políticos das ações detidas por contrapartes da companhia em contratos derivativos referenciados em ações de sua própria emissão (art. 9º, §2º).

2. Artigo 3º da Nova 10 – Competências exclusivas da Assembleia Geral

O art. 3º da Nova 10 dispõe que é competência exclusiva da Assembleia Geral deliberar sobre as seguintes hipóteses de negociação com ações de própria emissão:

- (i) quando tiver por objeto, ainda que por meio de diversas operações, mais de 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações em circulação;
- (ii) quando realizada fora de mercados organizados de valores mobiliários e a preços superiores, no caso de aquisição, ou inferiores, no caso de alienação, a 10% da cotação de mercado;

(iii) quando puder influir na composição do controle acionário ou da estrutura administrativa da sociedade; ou

(iv) quando a contraparte do negócio for parte relacionada à companhia.

Parece-nos que as matérias que tenham impactos diretos sobre a organização interna da companhia – como é o caso das regras de competência – somente podem ser disciplinadas por lei ou, excepcionalmente, por norma regulamentar, mas apenas quando a lei contiver delegação de poderes expressa e inequívoca a respeito. Quando não se tratar dessas hipóteses, é ao estatuto que cabe disciplinar o tema.

Parece-nos que a questão da competência para deliberar sobre negociações com ações de própria emissão se insere claramente na hipótese de disciplina reservada ao estatuto.

De fato, o art. 30 da Lei das S.A. não define qual órgão social tem competência para deliberar sobre o assunto. Tampouco atribui poderes expressos à CVM para que o faça, limitando-se a dizer que a CVM poderá subordinar certas situações à sua prévia autorização (§2º).

Assim, a nosso ver os poderes atribuídos à CVM pelo art. 22 da Lei 6.385/76 e pelo art. 30 da Lei das S.A. não incluem o de estabelecer hipóteses de competência exclusiva da Assembleia Geral. Nesse caso, a proposta regulamentar se mostra substancialmente mais restritiva do que o regime sistemático da lei.

Observe-se que a própria CVM reconheceu essa limitação de sua competência regulamentar ao editar a Instrução CVM nº 10/80.

Prova disso é que, no modelo vigente, a companhia não pode negociar com suas próprias ações caso inexista regra estatutária a respeito.² É o que se depreende, especialmente, da Nota Explicativa nº 16/80, que acompanhou a Instrução CVM nº 10/80:

“A norma do art. 1º, relativa à exigência de o estatuto social atribuir ao conselho de administração poderes para autorizar as operações, tem por finalidade dar conhecimento imediato da permissão legal, advertindo previamente aos

² Veja-se o artigo 1º da Instrução nº 10/80: “Poderão adquirir ações de sua emissão, para efeito de cancelamento ou permanência em tesouraria, e posteriormente aliená-las, as companhias abertas cujo estatuto social atribuir ao conselho de administração poderes para autorizar tal procedimento.”

investidores e acionistas que a companhia, se houver interesse, poderá utilizar a mecânica.

(...)

Note-se que este dispositivo não impede que a assembléia geral dentro de sua competência originária dimensione o nível de liberdade dos administradores, especificando, por ocasião da reforma estatutária, condições ou objetivos.”

Mas, tal como proposto, o art. 3º da Nova 10 retira da Assembleia Geral a possibilidade efetiva de *dimensionar o nível de liberdade dos administradores*.

De fato, ao não deixar margem para que o estatuto social de cada companhia defina se aquelas hipóteses específicas serão de competência do Conselho de Administração ou da Assembleia Geral, a proposta, a nosso ver, fere o campo reservado à vontade dos acionistas, e que não pode ser substituído pela vontade do regulador.³

Por esses motivos, entendemos que a regra prevista no art. 3º da Nova 10 extrapola os limites da competência legalmente atribuída à CVM.

Além disso, o art. 3º da Nova 10 também nos parece inconveniente. Em especial sua primeira hipótese, que reduz a quantidade de ações que pode ser adquirida com base apenas em deliberação do Conselho de Administração.

Nesse ponto, fazemos coro com as razões apontadas pela própria CVM na Nota Explicativa nº 16/80:

- (i) as negociações com ações de própria emissão constituem “*um procedimento inequivocamente administrativo, cabendo aos gestores da sociedade decidirem a conveniência ou necessidade de sua utilização*”; e
- (ii) é necessário “*tornar o procedimento mais operacional, garantindo-se maior rapidez decisória e mais eficiente mobilização administrativa, dispensadas outras formalidades como, por exemplo, a realização prévia de assembleia geral para autorizar cada operação*”.

³ Veja-se que, de acordo com a proposta, poderá o estatuto, no máximo, prever “novas hipóteses em que será necessária a prévia aprovação da assembleia geral” (art. 3º, §2º).

A aprovação de negociações com ações da própria emissão não deve sujeitar-se a um procedimento lento. Como se sabe, operações dessa natureza são muitas vezes aprovadas em caráter emergencial, em vista de certas circunstâncias de mercado.

Além disso, como bem observado pela CVM, os custos de realização de uma Assembleia Geral são substancialmente superiores àqueles necessários para a realização de uma reunião do Conselho de Administração.

Uma alternativa possível seria (i) estabelecer que as hipóteses previstas nos incisos II, III e IV – e apenas estas – estariam sujeitas à prévia autorização da CVM; e (ii) dispensar a necessidade de prévia autorização da CVM quando essas matérias forem levadas à Assembleia Geral de Acionistas pela própria Companhia.

Nesse cenário, (i) estaria preservada a competência da própria CVM, prevista no art. 30 da Lei das S.A.; (ii) ao mesmo tempo em que certas vedações vigentes seriam flexibilizadas; (iii) preservando-se a tutela dos interesses dos acionistas; (iv) sem que fossem necessariamente impostos à administração da companhia os ônus relacionados à realização de uma Assembleia Geral.

3. Artigo 7º da Nova 10 – Cômputo de Derivativos

De acordo com o Edital, uma das principais finalidades da Nova 10 é estender o regime regulamentar aplicável às recompras de ações às negociações com quaisquer derivativos referenciados em ações de própria emissão.⁴

A justificativa para essa extensão, segundo o Edital, consiste no “*uso crescente de instrumentos derivativos para atingir resultados similares a recompras de ações*”.

Por esse motivo, os derivativos referenciados em ações de própria emissão passariam a ser contados no limite máximo de ações que se pode manter em tesouraria, correspondente a 10% de cada classe e espécie em circulação.

O problema, a nosso ver, é que a Nova 10 expressamente *equiparou todas as espécies de contratos derivativos*, independentemente de sua forma de liquidação:

“Art. 7º, §2º, II. “As ações referenciadas em contratos derivativos devem ser computadas independentemente de tais contratos previrem liquidação financeira ou por meio da entrega de ações”.

⁴ Nesse sentido, a Nova 10 se mostra mais abrangente do que a Instrução CVM nº 390/03 – a qual abrange exclusivamente as negociações com *opções*.

A nosso ver tal equiparação não é recomendável e deveria ser excluída da nova norma regulamentar.

Com efeito, a fixação de uma quantidade máxima de ações que podem ser mantidas em tesouraria tem como principal objetivo conferir maior proteção a credores em relação a *fraudes ao capital social* que possam resultar de negociações com as próprias ações. Essa preocupação deriva diretamente da já mencionada finalidade legal de proteger a integridade do capital social.

Nesse contexto, os efeitos produzidos pelas negociações com derivativos com liquidação *física* são significativamente distintos dos efeitos produzidos pelas negociações com derivativos com liquidação *financeira*.

No primeiro caso, há uma perspectiva efetiva de que a companhia venha a adquirir ações de sua emissão na data de liquidação do respectivo contrato derivativo.

No segundo caso, essa possibilidade simplesmente inexistente. E isso porque, na data de liquidação, uma das partes contratantes deverá pagar à outra uma certa quantia, calculada com base em determinada fórmula convencionada. Não haverá, nessa hipótese, *aquisição de ações de própria emissão*, tampouco riscos à integridade do capital social.

Portanto, a **negociação com derivativos com liquidação exclusivamente financeira deve ser indiferente para o cálculo da quantidade de ações em tesouraria.**

Isto não significa, é claro, que a negociação com derivativos dessa natureza não possa ter impactos sobre o mercado – algo com o que a CVM deve efetivamente se preocupar. Mas esse risco, a nosso ver, deve ser tratado à luz do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas.

Na verdade, como a celebração desses contratos pode ter impactos sobre a cotação do papel, entendemos que a companhia deve, nesses casos, divulgar aviso de fato relevante, nos termos do regime vigente da Instrução nº 358/02.

Nesse sentido, são louváveis as regras propostas pela Nova 10 que visam a aprimorar o regime informacional em relação às negociações com ações de própria emissão (arts. 15-18).

4. Art. 9º, §2º, da Nova 10 – Equiparação às ações em tesouraria

O art. 30, §4º, da Lei das S.A., estabelece que as ações em tesouraria não têm direito à percepção de dividendos nem ao exercício do direito de voto.

O fundamento dessa restrição é simples: não pode a companhia ser acionista de si mesma, razão pela qual os direitos inerentes a essas ações permanecem suspensos.

A Nova 10 (Art. 9º. §2º) equipara às ações em tesouraria, para fins do exercício do direito de voto, as ações detidas por contrapartes da companhia em contratos derivativos referenciados em ações de própria emissão. *In verbis*:

“Art. 9º. §2º Para fins do direito a voto, são consideradas em tesouraria as ações detidas pela contraparte da companhia em contratos derivativos firmados com a companhia e referenciados em ações por ela emitidas.”

A nosso ver, tal equiparação é ilegal e inconveniente.

Quanto à ilegalidade, parece-nos que, diante da relevância do direito de voto – que por isso mesmo só admite restrição nas hipóteses (elas mesmas muito restritas) previstas em lei – qualquer vedação regulamentar ao seu exercício somente poderia ocorrer mediante delegação expressa da lei, que não há, no caso.

Assim, parece-nos que ao equiparar às ações em tesouraria as ações detidas pela contraparte da companhia em contratos derivativos a Nova 10 criou uma hipótese de restrição ao direito de voto sem autorização legal.

Um acionista da companhia, simplesmente por ser contraparte em um contrato derivativo – seja ele um contrato com liquidação física ou financeira – estará automaticamente impedido de votar em razão de sua posição contratual, independentemente do teor do contrato.

Evidentemente é legítima a preocupação da CVM com a influência que a companhia possa vir a ter sobre o voto de suas contrapartes em contratos dessa natureza, mas não nos parece que a solução adequada para o problema resida em uma medida genérica. Apenas o caso concreto permitiria, a nosso ver, por aplicação do art. 115 da Lei das S.A., a verificação da ocorrência de impedimento de voto e, sendo esse o caso, a manifestação de uma opinião pela CVM.

No máximo, no nosso entendimento, a CVM poderia, se entender adequado, editar um Parecer de Orientação, manifestando seu entendimento sobre casos em que, a

seu ver, haverá impedimento de voto (como ocorreu com o Parecer de Orientação 34). Mas daí a impedir o voto por norma regulamentar vai grande diferença, inclusive pela inexistência de poder regulamentar da CVM para fazê-lo.

Quanto ao mérito, temos muitas dúvidas quanto à conveniência da proposta.

As ações em tesouraria passam a integrar o patrimônio da companhia, saindo de circulação.

Já no caso das ações detidas por contrapartes em derivativos referenciados em ações de própria emissão, as ações (i) não integram o patrimônio da companhia; e (ii) não saíram de circulação.

O primeiro ponto não carece de maiores explicações. O segundo, no entanto, é de maior relevância, inclusive porque o Edital é pouco preciso quanto aos mecanismos de *hedge* comumente adotados por contrapartes.⁵

Na prática, a quantidade de ações adquiridas por uma contraparte com o propósito de proteger suas posições varia ao longo de todo o período de vigência dos respectivos contratos.

Não se adquire, logo no primeiro dia, exatamente a quantidade de ações que integra o objeto do contrato, tornando-a indisponível ao mercado.

A variação da quantidade de ações necessárias ao *hedge* da posição é resultado direto da exposição econômica assumida por cada parte, que será maior ou menor conforme variem os elementos que integram o mecanismo de liquidação do derivativo.

Por isso, em regra as ações referenciadas em derivativos não permanecem em circulação apenas sob o ponto de vista formal, mas também sob o ponto de vista material: a contraparte da companhia atua no mercado, vendendo e comprando, conforme varie o risco de suas posições.

⁵ Diga-se de passagem, imprecisão confessada pelo próprio Edital: “A CVM reconhece que há situações nas quais a contraparte da companhia pode não ser efetivamente titular da totalidade das ações referenciadas nos contratos derivativos celebrados com a companhia. Não obstante, a abordagem de considerar todas as ações objeto desses contratos como em tesouraria aparenta ser operacionalmente mais simples (...)”

Retirar o direito de voto nessas situações seria, a nosso ver, extremamente prejudicial ao mercado, pois representaria um grande desincentivo às operações com derivativos referenciados em ações de própria emissão.

5. Conclusões

Diante de todo o exposto, sugere-se a essa Comissão:

- (i) que a Nova 10 não estabeleça hipóteses de competência exclusiva da Assembleia Geral, resguardando à CVM o poder de examinar previamente certas hipóteses excepcionais de negociação, salvo se deliberados pela assembleia geral;
- (ii) que os contratos derivativos com liquidação exclusivamente financeira não sejam computados no limite máximo de ações que se pode manter em tesouraria, aplicando-se a esses contratos regras relevantes de *disclosure*; e
- (iii) que a Nova 10 não equipare às ações em tesouraria as ações detidas por contrapartes da companhia em derivativos referenciados em ações de própria emissão, sob pena de imposição regulamentar e ilegal de impedimento de voto, podendo cogitar-se, caso julgado necessário, da edição de Parecer de Orientação sobre o tema, no que se refere ao entendimento que a CVM adotará sobre o tema em resposta a consultas e processos sancionadores.

Cordialmente,

Trindade Sociedade de Advogados



Marcelo Trindade



Thiago Tannous