

**Processo Administrativo nº RJ 2008/4587**

(Reg. Col. nº 6057/2008)

**Processo Administrativo nº RJ 2008/2535**

(Reg. Col. nº 5975/2008)

**Interessado:** Redecard S.A. e São Carlos Empreendimentos e Participações S.A.

**Assunto:** Aquisição de ações de própria emissão.

Recurso contra entendimento da Superintendência de Relações com Empresas

**Declaração de Voto**

Em reunião do Colegiado realizada em 22/07/08 solicitei vista dos processos referenciados e, conforme bem explicado nos relatórios, esses processos tratam de recurso impetrados pelas companhias Redecard S.A. ("Redecard") e São Carlos Empreendimentos e Participações S.A. ("São Carlos") contra decisões da Superintendência de Relações com Empresas – SEP quanto a autorizações concedidas para aquisição de ações para tesouraria e, por abordarem temas similares, optei por apresentar uma única declaração de voto para os dois casos.

Em resumo, entendo que tanto a deliberação tomada pelos Conselhos de Administração quanto a divulgação para anunciá-las ao mercado, por conseqüência, estão em desacordo com a regulação vigente, visto que os requisitos para implementação de tal ato não estavam concretizados naquele momento, entendendo correto o posicionamento de não aceitar-se o lucro em formação para efeito do cálculo das reservas disponíveis para recompra de ações pela companhia, em virtude das razões que passarei a discorrer mais adiante, enfatizando o princípio da intangibilidade do capital e a possibilidade de manipulação do mercado em casos da espécie.

Ressalto que tal entendimento não é novo e destaco trecho da Nota Explicativa nº 16, de 14/02/80, que orienta a interpretação da Instrução CVM nº 10/80:

*"A obrigatoriedade de alienar as ações em tesouraria que excederem o **saldo de lucros e reservas disponíveis**, na forma do art. 14, é um mero corolário da limitação destes saldos nesta finalidade especial.*

*Com efeito, estando os recursos disponíveis para a aquisição das próprias ações limitados ao valor do **saldo de lucros e reservas disponíveis**, a redução desses índices impõe a alienação dos títulos excedentes, de modo a manter-se o princípio legal da intangibilidade do capital social e da proteção de credores e acionistas." (grifei)*

Vale a pena recordar que o art. 14 da Instrução CVM nº 10/80 determina a alienação das ações excedentes às reservas disponíveis em 3 meses a contar da aprovação do balanço, ou seja, da Assembléia Geral que aprovar o balanço e decorre daí, no meu entender, assistir razão à Superintendência de Relações com Empresas - SEP e, assim, as companhias deverão divulgar fato relevante informando o mercado de que as decisões de seus Conselhos de Administração são, no momento, impossíveis de serem implementadas.

**Redecard S.A.**

O Conselho de Administração da Redecard autorizou a Diretoria da Companhia para que adquirisse, segundo o seu juízo de oportunidade e quantidade, em um período não superior a 365 dias, 3.364.853 ações ordinárias de sua própria emissão, a fim de colocá-las em tesouraria para posterior contemplação do plano de opção de compra de ações aprovado pela Assembléia Geral Extraordinária de 21/12/07. Essa autorização foi concedida em 05/05/08 (fls.03/04), ocasião em que o saldo da conta de reservas da Companhia não era suficiente para atender os requisitos impostos pelo artigo 30, § 1º, alínea "b"(1), da Lei nº 6.404/76.

De fato, a SEP apontou que a companhia não possui reserva de lucros além da reserva legal, conforme demonstrações financeiras de 31/12/07, sendo vedada a aquisição de ações para permanência em tesouraria em valor superior ao das reservas de lucro ou de capital da companhia, excluída a reserva legal, conforme dispõem o artigo 30, §1º, alínea "b", da Lei nº 6.404/76 e os artigos 2º(2) e 7º(3) da Instrução CVM nº 10/80.

O argumento da companhia de que a autorização de compra de ações é válida até 04/05/09, o que seria " *tempo suficiente para que a Companhia componha reserva de lucros e possa implementar a recompra aprovada*", bem como não ter a companhia adquirido nenhuma ação de sua própria emissão até o momento, a mim não sensibiliza.

O eminente Diretor-Relator votou de acordo com os argumentos apresentados pela Redecard, em contraposição, portanto, ao posicionamento defendido pela SEP, entendendo, basicamente, que a lei societária (assim como o art. 2º da Instrução CVM nº 10/80) estabelece requisitos apenas para a aquisição de ações de emissão da própria Companhia, e não para a sua autorização ou divulgação.

Dessa forma, no seu entender, a aprovação dada pelo Conselho de Administração estaria de acordo com a legislação vigente, assim como o fato relevante que a notificou ao mercado, já que haveria, ao longo de 2009 (até 04/05/09), tempo suficiente para a Companhia acumular o saldo faltante na conta de reservas, legitimando, assim, a compra das ações pretendidas.

Com a devida vênia ao entendimento do ilustre Relator, sou obrigado a discordar de tal interpretação. Creio que fundamentar a decisão simplesmente nos dispositivos legais que tratam de ações em tesouraria é um equívoco, pois o que está em questão é o conceito da obrigatoriedade de divulgação de "Fato Relevante", consoante art. 157, § 4º(4), da Lei nº 6.404/76, bem como o impacto da desinformação no mercado de valores mobiliários.

**São Carlos Empreendimentos e Participações S.A.**

Em 07/01/08, o Conselho de Administração da São aprovou um programa de recompra de ações ordinárias de emissão da própria Companhia e a

A SEP, em manifestação à deliberação acima, indicou que o último balanço patrimonial de encerramento de exercício social publicado pela São Carlos, em 31/12/06, indicava um saldo total na conta de reservas insuficiente para atender os requisitos impostos pelo art. 30, § 1º, alínea "b", da Lei nº 6.404/76, de tal forma que a autorização concedida para a negociação com papéis da própria Companhia estaria irregular.

O posicionamento da SEP decorre do entendimento de que as contas de reservas apenas podem receber depósitos ao término do exercício fiscal, quando o lucro líquido final apurado pela Companhia no período é efetivamente encerrado e a sua destinação devidamente deliberada pelos acionistas em AGO

(art.133). Antes disso, não há possibilidade de destinar os lucros em formação - que são apurados em balanços patrimoniais intermediários - senão para o pagamento de dividendos intercalares ou para fins de incorporação, fusão ou cisão.

Nesse sentido, a Companhia estaria apta a autorizar a compra de ações ordinárias de sua própria emissão apenas com base no balanço de 31/12/07 e após a deliberação em AGO aprovando a realização do depósito em conta de reservas. A São Carlos, por sua vez, manifestou entendimento de que a Instrução CVM nº 10/80 limita-se a exigir o último balanço para a verificação de lucros e reservas, e não o de encerramento do exercício.

O eminente Diretor-Relator entendeu, em resumo, que, pela inclusão do saldo da conta "Lucros Acumulados" no limite disponível para aquisição das ações, o programa de recompra da São Carlos "está em desacordo com a Instrução CVM nº 10/80, por basear-se em destinação de resultado em formação", com o que concordo.

Discordo, porém, de seu entendimento de que a aprovação do plano de recompra sem que a companhia disponha dos recursos necessários para tanto seja regular.

### Dos Balanços Intermediários

Segundo consta no art. 192(5) da lei societária, as contas de reservas apenas podem receber depósitos ao término do exercício fiscal, quando o lucro líquido final apurado pela Companhia no período é efetivamente encerrado e a sua destinação devidamente deliberada pelos acionistas em AGO (art.133).

Bulgarelli(6) já esclarece que as normas que se inserem na manutenção da integridade do capital " *objetivam impedir que sejam aceitas - como lucros ou possam ser distribuídas como dividendos as conhecidas 'simples esperanças de lucros'*."

A São Carlos apresentou no Recurso interposto a este Colegiado o posicionamento de José Bulhões Pedreira acerca do balanço patrimonial intermediário, que reproduzo abaixo:

*"O balanço intermediário não modifica a anuidade do período de determinação do resultado. É levantado com observância de todas as prescrições legais e regras contábeis aplicáveis ao balanço anual mas sem encerramento das contas do resultado do exercício: ainda que a sociedade distribua dividendos com base no lucro apurado, a demonstração do resultado anual abrange os resultados de todo o exercício social"(7) (grifei).*

Entendo que esta passagem é fundamental, pois dela podemos extrair dois elementos que são essenciais para a real qualificação do presente caso.

O primeiro aspecto a se destacar é que o balanço intermediário - ou seja, aquele que não é elaborado com a finalidade de encerramento do exercício social, e tão pouco para fins de deliberação quanto ao destino do lucro líquido apurado (art. 132) - não encerra a conta resultado. Em outras palavras, o lucro verificado nesse demonstrativo financeiro é apenas indicativo de quanto que a empresa lucrou desde o início do exercício até determinado momento no ano, e pode, justamente por isso, sofrer significativas alterações até o final do exercício social.

Por essa razão, os valores apurados no balanço intermediário são apenas uma fotografia da situação financeira da empresa em um certo período no tempo, não podendo ser utilizado, portanto, como embasamento de um ato que, por lei, requer certeza, qual seja: a negociação de papéis da própria empresa com o saldo da conta de reservas já devidamente constituído.

Ocorre que esse saldo na conta de reservas somente será feito com a deliberação desta matéria em AGO, conforme previsto pela legislação societária, a partir do valor final do lucro líquido (verificável apenas no balanço de encerramento do exercício) e em outra oportunidade(8), já me manifestei sobre essa questão, argumentando basicamente que:

*"12. (...) o período de um ano é impositivo, ao fim do qual se efetua o "corte" na vida financeira e operacional da sociedade, a fim de se extrair os resultados que servirão para aferir, dentre outros dados integrantes das demonstrações financeiras, a demonstração de lucros ou prejuízos acumulados (art.186 da LSA). Os elementos que compõem a citada demonstração (incisos I a III do art.186) só podem ser levantados em definitivo ao fim do exercício.*

*13. Cumpre destacar, ainda, o específico tratamento contábil que deve ser dispensado ao uso de resultado intermediário. Como bem destaca a SNC no MEMO/SNC/GNC/nº057/04, no caso do pagamento de dividendos intermediários na forma do art.204 da LSA, o resultado intermediário apurado não passa, diretamente, a integrar o montante de lucros ou prejuízos acumulados, sendo destacado em conta específica que terá efeito retificador ao fim do exercício, quando se aferirá o efetivo montante que constará dessa demonstração financeira.*

*14. O Parecer de Orientação CVM nº12/87, ainda que elaborado no contexto do tratamento de correção monetária de resultados intermediários, é conceitualmente inequívoco nesse sentido:*

#### *"7 - CONSIDERAÇÕES SOBRE O RESULTADO INTERMEDIÁRIO*

*O resultado intermediário, como sua própria expressão o define, não é o relativo ao exercício social e, conseqüentemente, não pode ter uma destinação definitiva no balanço intermediário, a não ser quanto a dividendo, se atendidas as exigências legais e estatutárias. Assim, não se constitui a Reserva Legal ou se dá qualquer outra destinação a ele, a não ser de forma provisória. Qualquer utilização dessa natureza do saldo do resultado intermediário deve ser estornada se um resultado adverso no período complementar invalidar tal destinação.*

*No caso de pagamento de dividendos por conta de resultado intermediário, não se deve contabilizá-lo diretamente à conta de Lucros Acumulados, mas sim em conta retificadora especial, tipo "Dividendos Intermediários". Essa conta, ou no máximo subconta, deve retificar Lucros Acumulados e também deve sofrer correção monetária a partir de sua constituição.*

*No caso de resultado intermediário negativo, deve também ele ficar em conta ou subconta especial de Lucros ou Prejuízos Acumulados, no aguardo da apuração do resultado societário do exercício social."*

*15. Só se pode concluir que uma utilização definitiva de resultado ainda em formação contra o capital social é contrária à sistemática contábil da LSA, posto que não há solução para o caso da não confirmação deste resultado ao fim do exercício, que é exatamente o que ocorreu na CFLCL, em vista do ingresso de receita não-operacional no 4º trimestre, resultante da alienação da Grapon S.A. Ora, ao contrário das demais contas integrantes de uma demonstração financeira, não se pode retificar a cifra do capital social com um mero lançamento contábil."*

O segundo aspecto relevante é que o balanço intermediário possui uma função fundamentalmente informativa, como bem se depreende do art. 7º, inciso

XVI(9), da Instrução CVM nº 202/93.

Nesse sentido, o balanço intermediário não pode ser utilizado para outros fins que não o de informar ao investidor a evolução dos negócios da companhia. As únicas exceções a essa regra seriam os casos de distribuição de dividendos intercalares e de operações de fusões, incorporações e cisões, em que o referido balanço seria não apenas um ato informativo, mas sim, constitutivo de efeitos, tanto positivos quanto negativos.

Diante do exposto, entendo que o único balanço que pode ser utilizado para fins do art. 30, § 1º, alínea "b", da lei societária, é o de encerramento do exercício por ser este o único apto a indicar o valor definitivo do lucro e, portanto, de prestar o dado essencial para a deliberação dos acionistas no sentido de constituir as reservas necessárias para a negociação com ações próprias, conforme previsto pelo art. 196 da mesma lei.

Assim, o uso do balanço intermediário é meramente informativo, não podendo, portanto, ser empregado em outros fins, exceto aqueles expressamente previstos em lei.

Além disso, esse tipo de balanço não tem o condão de encerrar a conta resultado, razão esta que impede, por si só, a deliberação sobre constituição de reservas e a negociação com ações da própria empresa, conforme se explicará adiante.

Ainda que demonstrativos financeiros trimestrais indiquem a existência de lucros suficientes para a composição de reservas futuras (art. 192 da Lei das S.A.), capazes de sustentar a compra das ações sem infração ao *caput* do art. 30 da lei societária, não se pode deixar de perceber que duas hipóteses podem perfeitamente ocorrer:

- i. o lucro esperado para o final do exercício social não se realizar, em virtude de uma reversão inesperada no mercado ou mesmo da ocorrência de um caso de força maior, reduzindo ou zerando o lucro (e impossibilitando, assim, a constituição de reservas); ou
- ii. ainda que o lucro se efetive, a AGO a ser realizada nos 4 primeiros meses do exercício social seguinte (em 2009) deliberar por dar uma destinação diversa (ex. distribuição de dividendos) àquela necessária para a aquisição de ações (depósito em conta de reservas).

### **Dos Precedentes**

Cabe comentar que os precedentes apontados como exemplos de operações de recompra suportadas por lucros e reservas disponíveis em balanços intermediários, não se confirmam.

O programa de aquisição de ações realizado pela Brascan Residential Properties S.A. foi cancelado em 12/11/07, por decorrência de diligência realizada por esta autarquia no âmbito do Processo CVM nº RJ/2007-10806.

A Gafisa, por sua vez, pediu autorização à CVM para que o número de ações em tesouraria fosse superior ao estabelecido pelo art. 3º da Instrução CVM nº 10/80, já que, em razão de incorporação de um de seus próprios acionistas, a Urucari, não fora possível cancelar as ações detidas por esta, que precisaram continuar existindo em virtude de garantia de empréstimo.

No caso da Tele Norte Leste Participações S/A e da Companhia Providência Indústria e Comércio, destaca-se que apesar de terem usado como lastro para a operação os balanços intermediários, ambas possuíam reservas disponíveis superiores às necessárias para o programa implementado.

### **Dos Requisitos para a Recompra de Ações**

Anoto, de plano, que o *caput* do art. 30 da Lei nº 6.404/76 é um comando legal restritivo e assim deve ser interpretado: " *A companhia não poderá negociar com as próprias ações*".

Nesse sentido, a preocupação do legislador é tamanha que o Código Penal em seu artigo 177, inciso IV, apena com um a quatro anos de reclusão e multa a seguinte conduta tipificada como crime: "*o diretor ou o gerente que compra ou vende, por conta da sociedade, ações por ela emitidas, salvo quando a lei o permite*".

E esta preocupação do legislador de limitar as possibilidades em que a companhia estaria apta a negociar com as próprias ações não é sem fundamento. Afinal, ao adquirir ações por ela mesma emitidas, sem qualquer limite, a companhia poderia provocar uma redução disfarçada do capital social, proporcional ao percentual do volume total dos papéis comercializados.

Assim, o capital que a sociedade ostentaria seria, na realidade, fictício, pois não teria ela recebido efetivamente uma parte dos recursos oriundos de terceiros (sócios) em seu caixa, já que estes recursos teriam retornado aos acionistas em forma de preço de compra pelas ações agora colocadas em tesouraria.

Nessa mesma linha, Modesto Carvalhosa(10) argumenta que a proibição presente no *caput* do art. 30 da Lei nº 6.404/76 serve como mecanismo de proteção aos credores. Isso porque impede que recursos da sociedade sejam utilizados para, sem razão justificada, restituir o capital integralizado aos acionistas, fazendo, assim, com que o patrimônio da companhia fique com um potencial de crédito inferior àquele constatado pelo credor no momento da realização do negócio.

Nesse sentido, percebe-se que o legislador teve a preocupação de limitar as hipóteses em que a companhia poderia negociar com suas próprias ações, a fim de que os credores não fossem prejudicados pela redução injustificada do patrimônio da companhia. Se assim não fosse, poder-se-ia, portanto, contornar as determinações a serem adotadas em caso de redução de capital (arts. 173 e 174), além de poder causar, mesmo que indiretamente, um rearranjo no equilíbrio de poder de controle da companhia, algo extremamente comum em casos de retirada de sócios.

Por fim, a proibição do art. 30 da lei societária tem por fundamento também impedir a própria desfiguração da sociedade anônima, uma vez que, se não existissem os limites previstos em lei, permitira que esta se tornasse sócia de si própria.

Por essas razões, os casos em que é permitido à companhia negociar as ações por ela mesma emitidas são exceções ao comando legal da não negociação, e assim devem ser interpretados quanto aos seus efeitos, configurando o princípio da intangibilidade do capital, ou seja, em regra geral o capital não é restituível aos acionistas durante a vida da sociedade(11).

Uma dessas situações excepcionais, segundo o § 1º do art. 30 da lei societária, alíneas "b" e "c", é justamente o caso aqui em pauta, a saber: a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação, bem como a alienação das ações adquiridas e mantidas em tesouraria e, nesse sentido, por não poder usar os seus próprios ativos, a companhia mantém intacto o seu patrimônio, evitando, assim, a mera restituição de capital ao acionista, que resulta, conforme acima explicado, no desrespeito ao princípio da intangibilidade do capital social.

Segundo José Edwaldo Tavares Borba, "a exigência de reservas ou lucros destina-se à preservação do capital social, pois, se assim não fora, a compra das próprias ações redundaria na anulação do ativo correspondente ao capital. Ao comprar as ações de seu capital, adquire a sociedade bens que, no caso de liquidação, terão valor zero. Por isso, impõe o legislador que essa aquisição se limite às forças das reservas e lucros, de modo a não comprometer o capital, mas apenas a parcela do patrimônio líquido que o excede (...)." [\(12\)](#)

A São Carlos concedeu autorização para a recompra de ações de sua própria emissão com base em um balanço intermediário que, embora indicasse, até aquele momento (30/09/07), lucros em quantia capaz de lastrear a compra pretendida, não podia ser utilizado para esse fim, conforme se depreende do art. 196 da Lei nº 6.404/76.

Ademais, argumentou que o Conselho de Administração apenas aprovou o Programa de Recompra, e que as ações adquiridas até então não ultrapassaram as reservas constituídas com base no balanço patrimonial do exercício social de 2006 e aponta que a efetiva compra de papéis que ultrapassassem os valores das reservas se daria tão somente após o aumento do saldo dessas contas (a ser realizada na AGO), alegando, ainda, que a legislação, bem como a Instrução CVM nº 10/80, dispõem sobre a necessidade de saldo em reserva apenas para a aquisição e não para a aprovação.

Contudo, esse posicionamento não pode prevalecer. Afinal, ainda que o balancete de 30/09/07 indique lucros suficientes para justificar a operação, não se pode deixar de perceber que o lucro esperado para o final do exercício social pode não se realizar, em virtude de uma reversão inesperada no mercado ou mesmo da ocorrência de um caso de força maior, reduzindo ou zerando o lucro (e impossibilitando, assim, a constituição de reservas); ou, ainda que o lucro se efetive, a AGO a ser realizada nos 4 primeiros meses do exercício social seguinte deliberar por dar uma destinação diversa (ex. distribuição de dividendos) àquela necessária para a aquisição de ações (depósito em conta de reservas).

Já a Redecard argumenta que a autorização de compra de ações é válida até 04/05/09, o que seria "tempo suficiente para que a Companhia componha reserva de lucros e possa implementar a recompra aprovada", bem como não ter a companhia adquirido nenhuma ação de sua própria emissão até o momento, o que a mim não sensibiliza.

Por essas razões, entendo ser essencial, primeiramente, que todos os requisitos exigidos em lei para a negociação com ações próprias estejam presentes, para apenas então o Conselho de Administração deliberar sobre a concessão ou não de autorização para a compra. E para que essa deliberação seja possível, entendo também ser necessário utilizar o último balanço do exercício social, por ser este o que realiza o efetivo fechamento da conta resultado e apura, assim, o lucro a ser destinado. Ou seja, este é o suporte fático que faz incidir a possibilidade de deliberar a autorização para a aquisição de ações próprias que pressupõe a disposição de reservas já constituídas. Sem estas condições não há matéria a ser deliberada pelo Conselho de Administração e, tão pouco, fato relevante a ser anunciado.

#### **Do impacto no mercado.**

Fran Martins [\(13\)](#) esclarece que o direito societário brasileiro adotou como regra geral o princípio de que a companhia não pode negociar com as próprias ações (art. 30). Apenas alguns casos, especialmente previstos pela legislação, reuniriam as condições tidas como necessárias para servirem de exceções a essa regra.

Porém, essa situação não é garantia de uma transação completamente isenta de problemas. Pelo contrário, "mesmo quando a negociação da companhia com suas próprias ações é legalmente permitida, mediante utilização de lucros e reservas disponíveis, acompanham-na vários perigos, tanto para os credores como para os próprios acionistas, principalmente pelo fato de as ações em tesouraria armarem os administradores de um instrumento de manipulação no mercado, dando ensejo a manobras notadamente em Bolsa." [\(14\)](#)

Assim, há ainda uma razão importante para que a proibição de negociar com as próprias ações exista quando não concretizada nenhuma das exceções legalmente previstas, qual seja: proteger os investidores da manipulação artificial no preço das ações. Em outras palavras, a prática de negociar os próprios papéis poderia ser utilizada não para defender um interesse legítimo da empresa, mas única e exclusivamente para melhorar a imagem dos administradores perante os acionistas e o mercado, através de um aumento meramente especulativo e artificial no valor das ações da companhia.

Nesse sentido, a Lei nº 6.385/76, em seu art. 22, inciso III, atribui competência à CVM para expedir normas quanto à compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria porque, no dizer da Exposição de Motivos à lei societária, "essa modalidade de operação pode ser utilizada como instrumento de manipulação no mercado, em prejuízo do público investidor".

Assim, um elemento que se mostra verdadeiro em qualquer situação envolvendo a negociação de ações próprias, seja quando feita a partir da conta de reserva (permitido em lei) ou de ativos diversos (não permitido), é que ela, por elevar a demanda por papéis de emissão da companhia, tende a fazer com que o preço destes suba.

Dessa forma, no momento em que a companhia delibera a compra de ações por ela própria emitidas, mesmo que dentro dos requisitos previstos pelo § 1º do art. 30 da Lei nº 6.404/76, inevitavelmente provocará uma oscilação no preço dos seus papéis durante todo o período no qual a companhia estará adquirindo ações de sua emissão.

Assim, a utilização do mecanismo de recompra de suas próprias ações pelas companhias abertas é utilizado, via de regra, quando, na percepção da Administração, a cotação da ação encontra-se abaixo do valor por ela considerado como justo, tratando-se, portanto, de informação relevante que, aliada à possibilidade de efetivamente ingressar no mercado uma nova força compradora, tende a funcionar como redutora de queda de cotação.

O assunto se reveste de tamanha importância que o jornal "Valor Econômico", em sua edição do dia 5 de agosto último, às fls. D6, relaciona 25 companhias abertas com programas de recompra de ações em aberto, esclarecendo que:

*"Essa ferramenta é usada pelas companhias com duas finalidades principais: ajudar na sustentação dos preços na bolsa, com aumento da demanda compradora, e ainda sinalizar que os investidores estão atribuindo um desconto exagerado aos papéis, tornando-os uma boa opção de investimentos."*

Esse efeito é tão evidente e certo, que o item XV do parágrafo único do art. 2º [\(15\)](#) da Instrução CVM nº 358/02, dá como exemplo de "Fato Relevante" a ser divulgado ao mercado a "aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas". Ou seja, como fato capaz de, por si só, influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários da companhia e na decisão dos investidores.

Prevalecendo o entendimento de que é possível aprovar a aquisição sem que os requisitos do art. 30, § 1º, alínea "b", da lei societária estejam perfeitamente concretizados, chegar-se-ia ao absurdo de tornar legítima uma oscilação no preço das ações da Companhia que poderia não ter acontecido, dado que, na realidade, a razão para essa oscilação seria a mera possibilidade de compra quando da concretização dos requisitos legais uma vez que as reservas não estavam constituídas.

Não estou afirmando, com isso, que as movimentações e oscilações nos preços das ações, provocados por eventos diversos, não possam ocorrer. Pelo contrário, são por meio delas que o mercado se movimenta e dá liquidez aos ativos. Porém, existem oscilações legítimas, que tornam as perdas e ganhos dos investidores legais, e as não legítimas, provocadas por acontecimentos alheios às ideais condições de mercado.

Entendo que a mera possibilidade de aquisição de compra de ações próprias - falo em possibilidade porque que as condições da efetiva aquisição podem muito bem não ocorrer, conforme apontado acima - provocam uma oscilação desse segundo tipo. Isso porque, conforme me parece, as únicas hipóteses em que o legislador quis permitir oscilações e flutuações decorrentes de uma movimentação provocada pela própria empresa seriam aquelas em que efetivamente a referida empresa, reunidas as condições previstas em lei, realizará uma compra de suas ações e não diante de uma mera possibilidade, a ser confirmada ou não no futuro dependendo (i) do resultado efetivo apurado no último balanço do exercício social e (ii) da destinação dada ao lucro em AGO.

Ademais, não se pode esquecer que a proibição prevista no caput do art. 30 existe, entre outras razões, para evitar que os administradores da companhia, através de aquisição de ações, simplesmente manipulem o mercado, buscando, com isso, promover uma valorização artificial dos papéis da empresa e do sucesso de sua gestão.

Caso se permitisse que as companhias pudessem autorizar a compra de suas ações sem ter cumprido com os requisitos legais para tanto seria exatamente isso o que ocorreria, já que, ao informar tal autorização ao mercado, conseguiriam os administradores provocar a valorização pretendida das ações da empresa por meio da oscilação que naturalmente se dá no preço das ações em situações como essa, sem precisar, contudo, sob a alegação de não ter obtido os rendimentos necessários para a constituição de reservas, efetuar a aquisição anunciada no futuro.

Por essas razões, entendo ser essencial que, primeiramente, todos os requisitos exigidos em lei para a negociação com ações próprias estejam presentes, para apenas então o Conselho de Administração deliberar sobre a concessão ou não de autorização para a compra. Caso contrário, estaríamos permitindo que alguns dos efeitos que se pretendeu extinguir com a promulgação do art. 30, caput, pudessem ser concretizados por vias tortas, conforme o presente caso possibilita ilustrar.

Ou seja, o suporte fático que faz incidir a possibilidade de deliberar a autorização para a aquisição de ações próprias pressupõe a disposição de reservas já constituídas. Sem estas, não há matéria a ser deliberada pelo Conselho de Administração e tão pouco fato relevante a ser anunciado.

### **Da Divulgação da Informação ao Mercado**

Deve ser lembrado, ainda, que objetivando um mercado eficiente e confiável é fundamental que a informação seja fidedigna e que a sua divulgação seja feita ampla e tempestivamente, de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor, nos termos da Instrução CVM nº 358/02.

Como visto, o inciso XV do parágrafo único do art. 2º da Instrução CVM nº 358/02 impõe a obrigação de divulgação de fato relevante acerca das aquisições de ações de emissão da própria companhia e essa imposição decorre do pressuposto de que a negociação com ações próprias, por ser um fato que por essência provoca movimentação no mercado, precisa ser rapidamente informado aos investidores para que todos estejam em condições de igualdade na análise de investimentos.

Conforme explicado anteriormente, entendo que o Conselho de Administração apenas pode deliberar a autorização para aquisição de ações da própria companhia se as condições da lei societária já estiverem presentes, de forma a evitar, assim, causar oscilações no preço das ações de forma injustificada.

No presente caso, as companhias autorizaram a compra das ações de sua emissão, sem, contudo, ter as condições determinadas pela lei societária. Nesse sentido, a informação divulgada acabou transmitindo um acontecimento, até aquele momento, impossível, induzindo o investidor a erro, acabando por confundir o mercado.

A divulgação de uma decisão dessas sem que as condições estejam preenchidas é, em verdade, um "Fato Irrelevante" que divulgado como se fosse verdadeiro somente serve para afetar a decisão do investidor e o mercado como um todo, constituindo-se em ruído, em desinformação, e, portanto, deveria, em tese, ser expurgado. Nos casos concretos, entretanto, pelas razões expostas, entendo que os mesmos devam ser complementados.

Assim, entendo correto o posicionamento da SEP no sentido de que a Redecard e a São Carlos deverão divulgar fato relevante, a fim de tornar pública a real situação de impossibilidade de aquisição de ações para manutenção em tesouraria que recai sobre as companhias.

### **3. Conclusão.**

Diante do exposto, não acolho os recursos das Companhias por entender que:

1. a autorização de compra de ações de sua própria emissão apenas pode ser deliberada pela RCA de companhia aberta se estiverem presentes os requisitos do art. 30, § 1º, alínea "b", da Lei nº 6.404/76, de forma a evitar oscilações injustificadas nos preços dos seus papéis, somente sendo possível utilizar-se de reservas já constituídas e jamais o lucro em formação;
2. nos dois casos, há necessidade de divulgação de fato relevante, em aditamento a anterior divulgação, para que o mercado seja devidamente informado sobre a impossibilidade das companhias adquirirem, no momento, ações de sua própria emissão.

É como VOTO.

Rio de Janeiro, 19 de agosto de 2008.

Eli Loria

Diretor

[\(1\)](#) Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§ 1º Nessa proibição não se compreendem:

...

b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação;

[\(2\)](#) 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.

[\(3\)](#) Art. 7º Consideram-se disponíveis, para os efeitos desta Instrução, todas as reservas de lucros ou de capital com exceção das seguintes:

- a) legal;
- b) de lucros a realizar;
- c) de reavaliação;
- d) de correção monetária do capital realizado;
- e) especial de dividendo obrigatório não distribuído.

[\(4\)](#) art. 157

...

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

[\(5\)](#) Art. 192. Juntamente com as demonstrações financeiras do exercício, os órgãos da administração da companhia apresentarão à assembleia-geral ordinária, observado o disposto nos artigos 193 a 203 e no estatuto, proposta sobre a destinação a ser dada ao lucro líquido do exercício.

[\(6\)](#) BULGARELLI, Waldirio. Manual das sociedades anônimas. 9ª ed. São Paulo: Atlas, 1997, p.95.

[\(7\)](#) BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Demonstrações financeiras da companhia. Forense: Rio de Janeiro, 1999, p. 656.

[\(8\)](#) Reg. Col. n° 4449/04. Processos CVM n° RJ/2004/4558, RJ/2004/4559, RJ/2004/4569 e RJ/2004/4583

[\(9\)](#) Art. 7º O pedido de registro de companhia deverá ser instruído com os seguintes documentos:

(...)

XVI - formulário de Informações Trimestrais - ITR contendo informações sobre os três primeiros trimestres do exercício social em curso, elaboradas em moeda de capacidade aquisitiva constante, desde que transcorridos mais de quarenta e cinco dias do encerramento de cada trimestre, acompanhadas de Relatório sobre Revisão Especial, emitido por auditor independente, devidamente registrado na CVM, consoante metodologia prevista no Comunicado Técnico - CT-IBRACON nº 2, de 23 de julho de 1990, do Instituto Brasileiro de Contadores, aprovado pela Resolução CFC nº 678, de 24 de julho de 1990, do Conselho Federal de Contabilidade (artigos 22 e 23).

[\(10\)](#) CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. volume 1. São Paulo: Saraiva, 1997, p.219.

[\(11\)](#) PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 47.

[\(12\)](#) BORBA, José Edwaldo Tavares, 1938. *Direito Societário*. 7ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, p.230.

[\(13\)](#) MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas; lei nº 6.406/76, de 15 de dezembro de 1976, volume 1: artigos 1º a 105. Rio de Janeiro: Forense, 1989; p. 183.

[\(14\)](#) CARVALHOSA, Modesto. ob. cit., p. 219.

[\(15\)](#) Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.