

**Interessado:** Companhia Siderúrgica Nacional

**Assunto:** Negociação com ações de própria emissão

**Diretor Relator:** Marcos Barbosa Pinto

1. A Companhia Siderúrgica Nacional ("CSN"), por meio de sua subsidiária CSN Madeira Lda., celebrou em 2003 um *total return equity swap* pelo qual assumiu a posição devedora em *London Inter-Bank Offer Rate - Libor* e credora na variação da cotação de certificados de depósito lastreados em ações de sua própria emissão.
2. Esse contrato foi renovado por algumas vezes, sendo a última delas em 11 de julho de 2008. (1)
3. Embora o vencimento do contrato esteja previsto para setembro de 2009, (2) a CSN deseja encerrá-lo no futuro próximo. Porém, teme que resolução do contrato provoque oscilações indesejáveis na cotação de suas ações, pois sua contraparte do *swap* provavelmente venderá as ações que adquiriu quando o *swap* foi celebrado.
4. Para evitar tal efeito adverso, a CSN se propõe a comprar, ela própria, as ações que a instituição financeira deverá alienar. No entanto, duas regras contidas na Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, dificultam a realização dessa operação.
5. A primeira restrição é imposta pelo art. 3º da instrução, que estabelece um teto de 10% do total em circulação para as ações mantidas em tesouraria. Atualmente, a CSN detém em tesouraria 7,8% das ações em circulação;(3) com a aquisição pretendida, atingiria 16,95%.
6. Note-se que a CSN não pode cumprir o limite imposto pela norma simplesmente cancelando ações em tesouraria porque desde 2007 uma parte substancial dessas ações está bloqueada para garantir uma execução fiscal.
7. A segunda restrição consta do art. 9º da instrução, que proíbe a companhia de adquirir suas próprias ações fora de bolsa de valores. De acordo com a CSN, o volume expressivo da operação não se coaduna com o ambiente de bolsa.
8. Por esses dois motivos, a CSN solicitou à CVM autorização para adquirir as ações vinculadas ao contrato de *swap*: (i) ainda que seja ultrapassado o limite de 10% de ações em tesouraria; e (ii) fora de bolsa de valores, porém observando os preços vigentes no mercado.
9. A Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") é contra o pedido da CSN. Em seu entendimento, a operação criaria condições artificiais de preço, prática vedada pelos incisos I e II, alínea "a", da Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979.
10. A SEP ressalta ainda que o art. 26 da Instrução 10/80, que permite ao colegiado dispensar o cumprimento de certas regras da própria instrução, não se aplica, por disposição expressa, a operações que contrariem o disposto no art. 2º, "c", que veda a operações que destinadas a criar condições artificiais de preço.
11. Discordo do entendimento da SEP. Na minha opinião, ambas autorizações pleiteadas pela CSN podem ser concedidas.
12. Em linha com nossos precedentes, não vejo óbice para que a operação seja realizada fora de bolsa de valores. (4) Na medida em que a operação é realizada entre partes independentes e o preço é fixado de acordo com a cotação que prevalece no mercado, não consigo identificar qualquer perda para a companhia ou para sua contraparte na operação.
13. A SEP teme que a operação seria irregular pois sustentaria o preço das ações da companhia no mercado. Contudo, uma compra das ações em bolsa teria exatamente o mesmo efeito, pois aumentaria substancialmente a demanda pelos papéis.
14. Ao contrário do que a SEP parece pressupor, o efeito sobre a cotação das ações não decorre da natureza privada da operação, mas do fato de a companhia estar absorvendo a oferta adicional de papéis gerada pelo desmonte do *total return equity swap*, o que ocorreria mesmo se a aquisição fosse realizada em bolsa de valores.
15. Além disso, não se pode esquecer que o art. 2º, "c" da Instrução nº 10 busca evitar que a companhia crie condições artificiais de demanda mediante operações realizadas dentro do mercado de valores mobiliários. Ele não alcança, a meu ver, operações privadas.
16. 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.
17. 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.
18. 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.
19. A CSN só precisaria realizar esse procedimento em etapas por conta do bloqueio judicial que incide sobre algumas das ações atualmente mantidas em tesouraria. Se não fosse por esse fato, a CSN poderia cancelar todas as ações em tesouraria e depois adquirir, de uma única vez, as ações que pretende.
20. 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.
21. Por esse motivo, proponho autorizar a CSN a adquirir fora de bolsa de valores até 29.684.400 ações de sua contraparte no *total return equity swap* cuja celebração foi divulgada por meio do fato relevante de 11 de julho de 2008.
22. Contudo, proponho condicionar a autorização ao cumprimento das seguintes regras:
  - i. o preço de compra deve ser igual à média ponderada da cotação em mercado nos últimos 30 pregões, conforme a CSN informou à CVM;

ii. a operação deve ser divulgada ao mercado tão logo concretizada;

iii. após a operação, as ações que excederem o limite de 10% previsto art. 3º da Instrução CVM nº 10/80 devem ser canceladas no prazo de três meses.

23. Com a imposição desta última restrição, inspirada na regra prevista no art. 14 da Instrução CVM nº 10/80, conseguimos ajustar nossas regras à situação peculiar da companhia, porém sem criar um regime jurídico diferenciado para ela.

Rio de Janeiro, 23 de junho de 2009.

Marcos Barbosa Pinto

[\(1\)](#)Conforme fatos relevantes publicados em 11 de julho de 2008 e 29 de setembro de 2008.

[\(2\)](#)Conforme Nota Explicativa nº 17 das Demonstrações Financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2008.

[\(3\)](#)Conforme nota explicativa 21.(iv) que integra as demonstrações contábeis relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2008.

[\(4\)](#)Nesse sentido, por exemplo, Processo 2007-14993, decidido em 22 de janeiro de 2008, e Processo 2008-4169, decidido em 8 de julho de 2008.