

02/12/2015 - 05:00

## Negociação de ações de própria emissão

Por **Celso Roberto Pereira Filho**

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou em setembro a Instrução nº 567 que objetiva dar nova disciplina às negociações por companhias abertas de ações de sua própria emissão. O texto normativo evidencia nova tônica nas opções regulatórias adotadas pela CVM.

O tema da negociação por companhias abertas de ações de sua própria emissão não seria de grande relevância no mundo imaginado por Modigliani e Miller nos trabalhos que lhes renderiam o Nobel. Todavia, no mundo real em que vivemos, de mercados imperfeitos, impostos, iliquidez e custos transacionais, esse tema é relevantíssimo.

Com efeito, há diversas finalidades legítimas que justificam a negociação por uma companhia aberta de ações de sua própria emissão. São as principais finalidades: a distribuição de excesso de caixa aos acionistas (como alternativa aos dividendos); a realização de investimento rentável; a sinalização do valor adequado das ações; a obtenção de liquidez (em caso de venda de ações em tesouraria); o incentivo a trabalhadores por meio da distribuição de ações ou opções sobre ações; e, ainda, a reestruturação da base acionária da companhia - como evitar cotações baixas cativas a especuladores.

### ***A CVM passou a autorizar negócios fora de mercados organizados e transferiu aos acionistas a palavra final sobre a matéria***

Há também o registro de finalidades ilegítimas perseguidas por meio da negociação de ações de própria emissão. São os principais exemplos: o desvio de recursos da companhia - ou "tunneling" (pagando-se fora de bolsa um preço mais elevado que a cotação de mercado das ações); a reestruturação da base acionária com vistas a interesses particulares (como a diluição de acionistas para que deixem de atingir participações acionárias que lhes confirmam direitos de fiscalizar a companhia); e, ainda, a burla da tutela do capital social (devolvendo-se, por exemplo, dissimuladamente aos acionistas valores superiores às reservas no patrimônio líquido).

Essas finalidades ilegítimas são o foco da regulação da CVM - assim como dos demais reguladores no mundo - os quais adotam opções regulatórias para evitar que os conflitos intrínsecos às companhias abertas entre administração, acionistas e credores resultem no mau uso do expediente da negociação de ações de própria emissão.

Vejamos as mais importantes novas opções adotadas pela CVM com a substituição da Instrução nº 10, que vinha disciplinando a matéria desde 1980, pela Instrução 567.

Em primeiro lugar, a CVM substituiu a regra que impedia previamente a realização de negócios com ações de própria emissão fora de bolsa ou balcão organizado por regra que exige a aprovação prévia desses negócios pela assembleia-geral somente em algumas hipóteses mais alarmantes (volumes consideráveis de ações, preço divergente da cotação de mercado ou operação com parte relacionada à companhia).

Na prática, a CVM passou a autorizar os negócios fora de mercados organizados e transferiu aos acionistas a palavra final sobre a matéria, palavra que vinha sendo ditada pela própria autarquia nos numerosos pedidos ao colegiado da CVM de dispensa do cumprimento da regra impeditiva. A CVM franqueou também à assembleia a decisão sobre a negociação que visa a influenciar a base acionária ou a estrutura administrativa da sociedade.

Em segundo, a CVM estendeu a disciplina da matéria às negociações de derivativos referenciados em ações de emissão da companhia aberta, derivativos esses que podem reproduzir indiretamente os efeitos econômicos da negociação direta de tais ações.

Essa opção regulatória revela certo conservadorismo da autarquia, dado que a disciplina abarca tanto as negociações de derivativos com efeitos econômicos similares à negociação de ações (por exemplo, aquelas em que a contraparte no derivativo compra as ações no mercado e acorda pagar à companhia o resultado econômico dessas ações) quanto as negociações de derivativos sem tais efeitos (por exemplo, aquelas em que a contraparte no derivativo não compra ou vende ações no mercado, nem provoca outro agente a adotar tal comportamento).

Em terceiro, a CVM reforçou o conteúdo mínimo de informações que devem ser prestadas pela companhia quando da realização de tais negócios e atribuiu explicitamente à diretoria a responsabilidade pela verificação da existência de recursos disponíveis para tanto.

As demais disposições da antiga Instrução 10 restaram sem grandes alterações, notadamente a limitação do percentual de ações em circulação que podem ser mantidas em tesouraria (percentual que agora incorpora ações correspondentes à exposição econômica assumida em derivativos).

Por fim, pairam ainda muitas dúvidas a serem dirimidas sobre o novo texto. Certamente, o que o mercado precisa, acima de tudo, é segurança jurídica para operar nas condições brasileiras atuais.

**Celso Roberto Pereira Filho é advogado de instituição financeira em São Paulo**

**Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso dessas informações**