GABRIELA BONINI CODORNIZ

AQUISIÇÃO POR COMPANHIAS ABERTAS DE AÇÕES DE SUA PRÓPRIA EMISSÃO

Dissertação de Mestrado apresentada ao departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para a obtenção do grau de mestre em direito, sob a orientação do Professor Dr. Marcos Paulo de Almeida Salles.

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo

2013

Aos meus pais e irmã, por tudo.

Ao Professor Marcos Paulo de Almeida Salles, por todos os ensinamentos,
atenção, paciência e extrema gentileza.

A todos os amigos que me apoiaram durante este período com ideias,
auxílio nas pesquisas, revisões, palavras de incentivo,
ou me recebendo de braços abertos em São Paulo.

Sem vocês esse trabalho não seria possível.

Resumo

A aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão no Brasil constitui o núcleo de estudo desta dissertação. Também referida como recompra de ações, trata-se de operação comumente realizada por sociedades anônimas, principalmente por companhias abertas, tendo em vista os possíveis benefícios na organização da estrutura de capital da companhia, conciliados com a variedade de motivações para sua utilização.

O trabalho aborda, inicialmente, o tratamento legal conferido às operações realizadas por companhias abertas e fechadas, em especial pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Além da definição das operações e sua evolução legislativa, são analisadas as principais causas que levam uma sociedade anônima a adquirir ações de sua própria emissão, assim como os negócios jurídicos passíveis de realização para que uma aquisição se concretize, além do aproveitamento a ser conferido pela companhia para as ações recompradas – quando estas não forem canceladas, poderão ser mantidas em tesouraria na qualidade de bens de titularidade da companhia.

O estudo também dedica-se à análise específica da aquisição de ações de emissão própria por companhias abertas, sob o foco do regramento expedido pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Além dos atos normativos emanados pela autarquia, a análise enfatiza os principais interesses a serem tutelados nas operações, assim como aborda precedentes da CVM sobre o tema.

PALAVRAS-CHAVE: negociação com as próprias ações; aquisição de ações; recompra de ações; manutenção do capital social; intangibilidade do capital social; condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações; práticas não equitativas.

Abstract

The purchase, by publicly-held companies, of its own shares in Brazil constitutes the core area of study of this dissertation. Also referred to as stock repurchase, it consists in a transaction commonly performed by corporations, mainly the publicly traded, seeking out the benefits to the organization of the company's capital structure, combined with the variety of motivations for its use.

This work initially discusses the legal treatment for stock repurchases performed by publicly-held and closely held companies, in particular by Law 6404, of December 15th, 1976. In addition to the definition of the transaction, and its legal developments, this study analyzes the main causes for a corporation to buy its own shares, as well as the legal act of the acquisition per se, and the use of the repurchased shares– whenever they are not canceled, such shares will be held in treasury as assets owned by the company.

The study also presents the repurchase made by publicly-held companies in view of the rules issued by the Comissão de Valores Mobiliários – CVM (the Brazilian Securities and Exchange Commission). Apart from examining CVM's regulation, the study refers to a broad variety of cases decided by CVM on the subject, and investigates the main interests involved on the transactions.

KEYWORDS: negotiation with its own shares; acquisition of shares; stock repurchases; capital maintenance; intangibility of capital; artificial demand, supply or price of shares; unfair practices.

Abreviaturas

BM&F Bovespa	BM&F Bovespa S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
Código Civil Brasileiro	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Decreto-Lei nº 2.627/40	Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940
Instrução CVM n° 8/79	Instrução CVM n° 8, de 8 de outubro de 1979
Instrução CVM nº 10/80	Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980
Instrução CVM nº 251/96	Instrução CVM nº 251, de 14 de junho de 1996
Instrução CVM n° 358/02	Instrução CVM n° 358, de 3 de janeiro de 2002
Instrução CVM nº 361/02	Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002
Instrução CVM nº 390/03	Instrução CVM nº 390, de 8 de julho de 2003
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
Lei das S.A.	Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Lei n° 4.728/65	Lei n° 4.728, de 14 de julho de 1965
Lei n° 6.385/76	Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976
Lei nº 11.638/07	Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007
Resolução CMN nº 1.657/89	Resolução CMN nº 1.657, de 26 de outubro de 1989
Segunda Diretiva do Conselho da União Européia	*Second Council Directive 77/91/EEC*, de 13 de dezembro de 1976

Sumário

I. Introdução 9

I.1. Considerações iniciais 9

I.2. Negociação com as ações de própria emissão 13

I.2.1. A abrangência do termo negociar 13

I.2.2. Aparente vedação 15

I.2.3. Outras negociações autorizadas 16

I.3. Escolha e delimitação do tema 19

II. Aquisição de ações de sua própria emissão 22

II.1. Definição da operação 22

II.1.1. A possibilidade de aquisição e manutenção de ações de própria emissão pela companhia 25

II.1.1.1. A sociedade acionista de si mesma 26

II.1.1.2. A vedação à aquisição e à manutenção de ações 27

II.1.1.3. A possibilidade de aquisição com a suspensão de direitos 29

II.1.2. Evolução legislativa da operação no Brasil 31

II.1.2.1. Decreto-Lei n° 2.627, de 1940 e antecedentes legislativos 31

II.1.2.2. Lei n° 4.728, de 1965 33

II.1.2.3. Lei n° 6.404, de 1976, a Lei das S.A. 35

II.2. Causas para a recompra de ações 38

II.3. Formas de aquisição 43

II.3.1. Aquisição originária 44

II.3.2. Aquisição derivada 47

II.3.3. Operações semelhantes 51

II.3.3.1. Recebimento de ações de emissão própria em garantia 51

II.3.3.2. Participações recíprocas 53

II.3.3.3. Fusão, cisão ou incorporação 55

II.3.3.4. Operações de swap 56
II.4. Cancelamento das ações 59
II.5. Manutenção das ações em tesouraria 61
II.5.1. Contabilização das ações 62
II.5.2. Disposição das ações 65
II.5.2.1. Constituição de direitos reais 65
II.5.2.2. Mútuo de ações 72
II.5.3. Direitos e obrigações das ações mantidas em tesouraria 74
II.5.3.1. Obrigações das ações 75
II.5.3.2. Direitos das ações 76
II.5.3.2.1. Direitos políticos 77
II.5.3.2.2. Direitos patrimoniais 79
II.5.3.2.3. Outros direitos essenciais 81
II.6. Alienação das ações mantidas em tesouraria 83
II.7. Limitações legais à aquisição de ações próprias 85
II.7.1. A manutenção do capital social 86
II.7.2. As reservas aplicáveis na operação 90
II.7.3. As restrições às companhias abertas 96

III. A aquisição de ações de emissão própria por companhias abertas 99
III.1. A regulação pela CVM 99
III.2. Interesses relacionados 105
III.3. Vedações impostas à operação 106
III.3.1. Diminuição do capital social 109
III.3.2. Utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis 110
III.3.3. Criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações 116
III.3.4. Envolvimento de práticas não equitativas 118
III.3.5. Aquisição de ações não integralizadas 120
III.3.6. Aquisição de ações pertencentes ao acionista controlador 122

III.3.7. Aquisição quando houver oferta pública de aquisição de ações em curso 124

III.3.8. Negociação com direitos de subscrição relativos às ações de sua própria emissão 126

III.3.9. Negociação privada 128

III.4. Atribuição estatutária de poderes ao conselho de administração 130

III.5. Limites estabelecidos 133

III.6. O preço para a aquisição das ações 136

III.7. Publicidade das operações 138

III.8. Aquisição de ações através da negociação com opções 140

IV. Aquisições irregulares 144

IV.1. Nulidade da operação 144

IV.2. Penalidades administrativas 150

IV.3. Administradores e acionistas controladores 153

V. Conclusão 156

VI. Bibliografia 159

I. Introdução

I.1. Considerações iniciais

As sociedades anônimas não podem negociar com ações de sua própria emissão, e a Lei das S.A. foi expressa ao estabelecer tal proibição no *caput* de seu art. 30. Esta vedação, no entanto, não é absoluta, tendo em vista que o §1° do mesmo artigo lista as exceções ao impedimento de caráter geral. Não se encontram, pois, abrangidas pela vedação à negociação (i) as operações de resgate, reembolso ou amortização (art. 30, §1°, alínea "a"); (ii) a aquisição onerosa de ações de própria emissão para a 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 (art. 30, §1°, alínea "b"); (iii) a aquisição por doação, também para a permanência em tesouraria ou cancelamento (art. 30, §1°, alínea "b"); (iv) a alienação das ações adquiridas na forma dos itens (ii) e (iii) acima (art. 30, §1°, alínea "c"); e (v) a compra, caso o preço das ações em bolsa for inferior ou igual à importância a ser devolvida em dinheiro através de redução de capital social (art. 30, §1°, alínea "d")[1].

O presente trabalho pretende analisar as operações de aquisição de ações de emissão própria realizadas em especial por companhias abertas[2] para cancelamento ou manutenção em tesouraria, prevista na alínea "b" do §1° do art. 30 da Lei das S.A. em exceção à regra geral da proibição à negociação, assim como seus respectivos efeitos.

---

[1] Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.
§ 1º Nessa proibição não se compreendem:
a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei;
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;
c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea *b* e mantidas em tesouraria;
d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída.
§ 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso.
§ 3º A companhia não poderá receber em garantia as próprias ações, salvo para assegurar a gestão dos seus administradores.
§ 4º As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto.
§ 5º No caso da alínea d do § 1º, as ações adquiridas serão retiradas definitivamente de circulação.

[2] Nos termos do art. 4º da Lei das S.A., "*a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários*".

A aquisição de ações de emissão própria por sociedades anônimas, também conhecida como recompra de ações[3], foi permitida para as companhias brasileiras de capital autorizado desde 1965[4] e, a partir de 1976, com a promulgação da Lei das S.A., para todas as companhias. É possível que a operação de recompra de ações cause estranheza à primeira vista, pois resultará em uma sociedade anônima possuir suas próprias ações, o que parece ser um contra-senso. No entanto, trata-se de operação bastante relevante para as companhias, principalmente as abertas, tendo em vista a variedade de motivações que levam a sua realização.

Como esclareceu a Exposição de Motivos da Lei das S.A., o legislador de 1976 teve como principal preocupação a manutenção do capital social ao estipular as exceções à negociação com ações de emissão própria pela sociedade anônima. Para os autores do anteprojeto da Lei das S.A., "*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*"[5].

Ao destacar a integridade do capital social, a Lei das S.A. procurou, principalmente, resguardar os credores sociais, tendo em vista considerar o capital social uma segurança para os credores da companhia. No entanto, como pretendemos demonstrar no presente trabalho, a operação de recompra de ações não afeta apenas os interesses dos credores mas, acima de tudo, os interesses da companhia, além dos interesses dos acionistas, dos investidores, bem como dos administradores, empregados e comunidades em que a companhia atue.

Previamente ao exame dos interesses envolvidos nas operações, pretendemos analisar as regras aplicáveis a todas as espécies de companhias (abertas e fechadas), através do estudo das disposições constantes na Lei das S.A. relacionadas às operações

---

[3] O termo recompra será utilizado ao longo do presente trabalho para referir-se à aquisição, onerosa ou gratuita, de ações de emissão própria por sociedades anônimas.

[4] A Lei n° 4.728, de 14 de julho de 1965 (art. 47), que pela primeira vez disciplinou o mercado de capitais no Brasil, permitiu que as sociedades anônimas de capital autorizado adquirissem suas próprias ações mediante a aplicação de lucros acumulados ou capital excedente, e sem redução do capital subscrito.

[5] Lamy Filho, Alfredo. Pedreira. José Luiz Bulhões, "A Lei das S.A.". Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar. 1997. p. 228.

de recompra de ações. Em seguida, o estudo enfatizará a realização das operações por companhias abertas, considerando que a Lei das S.A. (art. 30, §2) e a Lei n° 6.385/76[6] (art. 22, § 1, inciso III) atribuíram à CVM competência para normatizar a aquisição das próprias ações por tais companhias. Esta competência foi exercida através da expedição da Instrução CVM nº 10/80[7], que "*dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e respectiva alienação*" e, posteriormente, por Instruções que trataram da negociação com opções lastreadas em ações de sua própria emissão por sociedades anônimas, estando atualmente em vigor a Instrução CVM nº 390/03[8], a regular as operações aquisitivas.

A peculiaridade e a importância das operações de recompra de ações podem ser evidenciadas tanto pelo cuidado do legislador ao tratar do tema, como pelas estritas condições impostas para a sua realização por todas as companhias, principalmente as abertas. Neste sentido, além da vedação inicial para que as companhias negociem com suas próprias ações, destacamos as restrições aplicáveis a grande parte dos direitos das ações mantidas em tesouraria, a tipificação penal da conduta dos administradores que negociarem indevidamente, por conta da companhia, com as ações por ela emitidas, e a nulidade das operações efetuadas por companhias abertas que não observarem as normas expedidas pela CVM.

O presente estudo será dividido em seis capítulos, sendo o primeiro esta introdução, através da qual faremos nossas observações iniciais, assim como apresentaremos a justificativa para a escolha do tema. Também na introdução delimitaremos a abrangência do presente trabalho, passando pela aparente vedação total contida no art. 30 da Lei das S.A., assim como por um breve panorama das demais operações que, apesar de não estarem em nosso objeto de estudo, são também exceções ao comando geral de proibição da companhia negociar com suas próprias ações.

---

[6] Trata-se da lei que criou a CVM e regulou o mercado de capitais, revogando parcialmente a Lei n° 4.728, de 14 de julho de 1965.

[7] Alterada pela Instrução CVM nº 100, de 13 de junho de 1989, Instrução CVM nº 111, de 11 de janeiro de 1980, Instrução CVM nº 268, de 13 de novembro de 1997 e pela Instrução CVM nº 390, de 8 de julho de 2003.

[8] A Instrução CVM nº 390/03 "*dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções*", além de alterar dispositivos da Instrução CVM nº 10/80, e revogar as Instruções CVM nº 290, de 11 de setembro de 1998, e nº 291, de 25 de setembro de 1998, que regulavam anteriormente o tema.

O segundo capítulo introduzirá o exame das operações de aquisição de ações de emissão própria, com ênfase na análise legal do tema. Após a definição do instituto, abordaremos certos posicionamentos que tratam da possibilidade de companhias recomprarem suas ações, assim como da respectiva manutenção das ações em tesouraria, traçando ainda o cenário da evolução legislativa da operação no Brasil. Trataremos, também, das principais causas para a realização das operações, e dos atos e efeitos relacionados à recompra – aquisição, manutenção, cancelamento e posterior alienação das ações. Com esta análise, pretendemos descrever o cenário legal da operação, referindo-nos aos dispositivos aplicáveis à realização da operação por sociedades anônimas abertas e fechadas. Por fim, no segundo capítulo, passaremos pelas restrições legais aplicáveis à operação, que delimitam os recursos da companhia que podem ser utilizados, protegem o capital social, e limitam a realização de operações por companhias abertas, que serão o foco de nossa análise a partir do capítulo seguinte.

No terceiro capítulo estudaremos especialmente as operações realizadas por companhias abertas. Para que nossa análise não se limite ao exame regulatório do tema, pretendemos desenvolver este capítulo sob a ótica dos principais interesses envolvidos na operação: os interesses da companhia, os interesses dos acionistas, os interesses dos investidores e os interesses dos credores da companhia. Como já referido, a Lei das S.A. se preocupou primordialmente com os interesses dos credores, mas buscaremos demonstrar e analisar a posição de outros agentes que também serão diretamente influenciados pelas operações, e as implicações decorrentes de tais relações. Neste capítulo serão examinadas as principais vedações impostas pelas normas da CVM à realização das operações, a delegação de poderes para que o conselho de administração aprove a recompra de ações, assim como os limites a serem observados pela companhia aberta na realização de operações. Trataremos também das obrigações de divulgação da operação e, por fim, abordaremos a possibilidade de negociação com opções lastreadas em ações de emissão da própria companhia. Buscaremos realizar nosso estudo neste capítulo terceiro sob a ótica de precedentes já examinados pela CVM.

Por fim, o quarto capítulo analisará as consequências da realização de aquisições irregulares por companhias abertas, abrangendo a nulidade das operações, as penalidades administrativas e a responsabilidade imputável aos administradores e acionistas controladores da companhia pela aprovação a negociação ilegal. Apesar de

menos extenso que os capítulos segundo e terceiro, optamos por dar destaque aos efeitos e possíveis resultados das operações irregularmente realizadas em um capítulo próprio, tendo em vista a importância do tema.

O capítulo quinto tratará da conclusão de nossos estudos, e será seguido pela bibliografia consultada para o desenvolvimento do presente trabalho.

I.2. Negociação com as ações de própria emissão

Sob o título "Negociação com as Próprias Ações", a Lei das S.A. introduziu o art. 30, que proíbe que a companhia negocie com ações de sua própria emissão. Ao reproduzir tal vedação, anteriormente presente no art. 15 do Decreto-Lei nº 2.627/40, que regulava as sociedades por ações até a entrada em vigor da lei de 1976, o legislador procurou garantir a fixidez e a intangibilidade do capital social da companhia, com o intuito de proteger os credores sociais. Buscaremos, no presente item, iniciar a análise da vedação para que as companhias negociem com as ações que emitir.

I.2.1. A abrangência do termo negociar

Dispõe o *caput* do art. 30 da Lei das S.A. que "*a companhia não poderá negociar com as próprias ações*". O termo "negociar"[9] – e suas variações, como "negociação" – foram empregados em outros artigos da Lei das S.A. e, apesar de possuírem sentido bastante amplo, não tiveram os seus limites legalmente definidos[10].

Especialmente quanto à previsão do *caput* do art. 30, entendemos que o dispositivo explicitaria melhor seus objetivos se vedasse à companhia negociar com "as ações de sua própria emissão". Isso porque a expressão "*negociar com as próprias ações*" é imprecisa, tendo em vista que a sua interpretação exata abrangeria também

[9] "*Negociar. 1. Direito Comercial. a) Comerciar; b) comprar e vender com intuito de lucro; c) praticar ato de comércio ou realizar operação mercantile. 2. Direito civil. a) Concluir contrato; contratar; b) ajustar; c) convencionar.*" Diniz, Maria Helena. Dicionário Jurídico. Vol. 3. Saraiva: São Paulo. 1998. p. 346.

[10] A utilização do termo "negociação" pela Lei das S.A. para se referir à negociação de ações em bolsa ou mercado de balcão não traz questionamentos quanto a sua abrangência. Veja-se, por exemplo, o art. 4º da Lei das S.A., que refere-se à "negociação no mercado de valores mobiliários", ou o §4º do art. 118, que menciona as ações "negociadas em bolsa ou no mercado de balcão".

quaisquer ações de outras sociedades anônimas detidas pela companhia, igualmente consideradas próprias. De qualquer forma, o objetivo do legislador ao tratar do tema sempre foi conhecido, e com uma leitura histórica não há dúvidas de que não se pretendeu abranger as ações de propriedade da companhia com o fito de participar de terceiras sociedades que fossem de sua conveniência.

José Luiz Bulhões Pedreira, co-autor do anteprojeto da Lei das S.A., auxilia-nos esclarecendo que ao prever que a companhia não poderá negociar com as próprias ações, pretendeu-se vedar a celebração de qualquer negócio jurídico realizado com o objetivo de permitir a circulação da propriedade das ações. Desta forma, buscou-se proibir que a companhia celebre "*negócios jurídicos: (a) pelos quais adquira as próprias ações, salvo nos casos constantes do §1º do artigo em que a aquisição é expressamente admitida; e (b) aliena as próprias ações, exceto as que tenham sido validamente adquiridas para serem mantidas em tesouraria.*". Consequentemente, os negócios jurídicos inicialmente vedados pelo *caput* do art. 30 são que possuem como objetivo a transmissão da propriedade das ações, ou seja, a compra e venda, a permuta, a doação e a dação em pagamento que não respeitem os limites legais, desde que não estejam enquadrados nas exceções descritas no §1º do mesmo artigo[11].

É possível, ainda, observar outras disposições da Lei das S.A. em que o termo negociar foi empregado em sentido semelhante ao pretendido no *caput* do art. 30. Destacamos, exemplificativamente, o art. 29 da Lei das S.A., que trata da negociabildade das ações, e estabeleceu que "*as ações da companhia aberta somente poderão ser negociadas depois de realizados 30% (trinta por cento) do preço de emissão*". Empregando-se aqui o disposto acima, entendemos que as ações da companhia aberta somente poderão ter sua propriedade transmitida após a integralização de parte de seu preço de emissão, por tratar-se de obrigação pessoal assumida pelo subscritor perante a companhia. Não podem, portanto, antes da referida integralização parcial ser alienadas, permutadas, doadas ou dadas em pagamento pelo subscritor inicial.

[11] Lamy Filho, Alfredo. Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Pareceres. Vol. II. 2º Ed. Rio de Janeiro: Renovar. 1996. p. 595.

Desta forma, é possível entender que a vedação pretendida pelo art. 30 da Lei das S.A. relaciona-se ao direito de transmitir livremente as ações de emissão própria de forma onerosa ou gratuita, ressalvadas as exceções legais. A proibição inicial à negociação trata, assim, de exceção à regra geral de que "*a propriedade do título compreende a faculdade dele dispor*"[12], já que as transferências das ações de um terceiro para a própria companhia, e da companhia para um terceiro, deve observar as restrições legais.

Por fim, dentre as exceções legais à proibição de negociar previstas no §1º do art. 30 da Lei das S.A., o resgate, o reembolso, a compra de ações em bolsa para redução do capital social, e a aquisição e a alienação das ações em tesouraria são operações que resultam na transferência da propriedade das ações envolvidas. Já a amortização, como veremos, não resulta na circulação das ações, mas apenas na transferências para os acionistas, a título de antecipação, de certas quantias que lhes seriam devidas no caso de liquidação da companhia, remanescendo inalterada a propriedade das ações.

I.2.2. Aparente vedação

A leitura isolada do *caput* do art. 30 da Lei das S.A. sugere que a proibição para as companhias abertas negociarem com as ações de sua própria emissão trata-se de vedação absoluta. Contudo, como se sabe, os artigos devem ser analisados dentro de um sistema que se articula logicamente, o que demanda, além do exame gramatical, uma interpretação lógico-sistemática, que não pode ser realizada através da apreciação de partes independentes da lei[13].

O art. 30 da Lei das S.A., portanto, deve ser analisado em sua completude. A partir de seu exame é possível depreender que seus parágrafos possuem duas funções, pois modificam o disposto no *caput* (parágrafo primeiro), e explicam suas disposições (parágrafos segundo a quinto)[14].

---

[12] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 522.
[13] Reale, Miguel. Lições Preliminares de Direito. 17a. edição. São Paulo: Saraiva. 1990. pp. 275.
[14] Mendes, Gilmar. Questões Fundamentais de Técnica Legislativa in Revista Eletrônica sobre a Reforma do Estado. Número 11. Salvador. 2007. p. 8.

Interessam-nos, neste ponto, as disposições do parágrafo primeiro do art. 30, que alteram de forma substancial a proibição inicial de que uma companhia não pode negociar com as ações de sua própria emissão, trazendo as exceções à regra de caráter geral do *caput*. Traçaremos, a seguir, breves comentários a respeito das exceções à vedação de ordem geral previstas nas alíneas "a" e "d" do §1º do art. 30 da Lei das S.A., procurando destacar sinteticamente as respectivas diferenças entre tais operações e a recompra de ações, que será objeto de nossa análise a partir do segundo capítulo do presente trabalho.

I.2.3. Outras negociações autorizadas

Como já referido, além da aquisição e da alienação de ações mantidas em tesouraria, a Lei das S.A. previu a negociação pela companhia com ações de sua própria emissão nas operações de resgate, amortização, reembolso ou compra quando, resolvida a redução do capital social através de restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual ao montante a ser restituído. Passaremos, brevemente, por certas semelhanças e diferenças existentes entre tais operações e as operações de recompra de ações.

Quanto à operação de resgate, sua definição foi dada pela própria Lei das S.A. O §1° do art. 44 trata o resgate como "*o pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social*" e, "*mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes*".

Visto sob a ótica da companhia, o resgate poderia ter resultado semelhante ao de uma recompra com o subsequente cancelamento pela sociedade das ações recebidas. Isso porque, em ambas as operações, a companhia utiliza-se lucros ou reservas disponíveis para pagar o valor das ações e retirá-las terminantemente de circulação. São, no entanto, operações diversas, pois o resgate é compulsório e dirigido a um universo de ações específicas. Desta forma, caso não abranja a totalidade de uma classe de ações,

deve ser realizado mediante sorteio (art. 44, §4° da Lei das S.A.), assemelhando-se, assim, a uma "*autêntica expropriação*"[15].

Nas palavras dos autores da Lei das S.A., o resgate "*é negócio jurídico unilateral – é manifestação de vontade apenas da companhia que o delibera, independentemente do consenso do titular da ação resgatada*"[16]. E, como veremos de forma mais aprofundada ao longo do estudo, na recompra de ações a aceitação da parte que aliena seus títulos é voluntária, ou seja, o acionista opta se deseja ou não alienar as suas ações para a companhia, não havendo, portanto, como conhecer previamente quais serão os acionistas que transferirão as suas ações.

A amortização, por sua vez, encontra-se definida no §2° do art. 44 da Lei das S.A., como a "*distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia*". Trata-se de operação através da qual a companhia utiliza lucros ou reservas disponíveis no pagamento de parte ou da integralidade do que seria devido aos acionistas no caso de sua liquidação. Lembramos, apenas, que a participação dos acionistas no acervo da companhia quando da liquidação é de direito essencial (inciso II do art. 109 da Lei das S.A.) e, desta forma, conforme o §5° do art. 44, as ações já amortizadas "*só concorrerão ao acervo líquido depois de assegurado às ações não amortizadas valor igual ao da amortização, corrigido monetariamente*" na ocorrência da liquidação.

Apesar de ser forma de transferência de recursos para o acionista de uma companhia, assim como tendo em vista que não reduz o capital social, a amortização não resulta na transferência da propriedade das ações, não possuindo, portanto, procedimentos ou resultados semelhantes ao das operações de recompra de ações. Como referido, é a única exceção prevista no §1º do art. 30 da Lei das S.A. em que o acionista permanece como proprietário das ações.

---

[15] Comparato, Fábio Konder. Funções e Disfunções do Resgate Acionário in Direito Empresarial. São Paulo: Saraiva. 1995. p. 129.
[16] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 265.

Já na operação de reembolso, a companhia paga o valor de suas ações aos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia geral. O direito de retirada ou recesso, como também é conhecido o reembolso, trata-se de direito essencial do acionista (art. 109, inciso V da Lei das S.A.), e não funciona como uma sanção para a companhia – é o direito outorgado ao acionista de optar por permanecer em na companhia com condições diferentes de quando adquiriu sua participação. Não é qualquer dissidência que confere o direito de recesso ao acionista, estando as hipóteses expressamente previstas em lei.

A aquisição de ações pela companhia decorrente do exercício do direito de recesso dos acionistas pode ter resultados semelhantes ao de uma recompra de ações, já que o §5° do art. 45 da Lei das S.A. previu que o valor de reembolso poderá ser pago à conta de lucros ou reservas, exceto a legal, além de reconhecer a possibilidade das ações reembolsadas permanecerem em tesouraria. No entanto, o reembolso pode causar a redução do capital social da companhia, na hipótese dos acionistas, cujas ações forem reembolsadas à conta do capital social, não serem substituídos no prazo de 120 dias (§6º do art. 45 da Lei das S.A.)[17]. Trata-se de diferença substancial com a operação de recompra de ações, tendo em vista ser princípio basilar desta última a manutenção do capital social da companhia.

As operações de reembolso e recompra diferem, ademais, porque a obrigação de reembolsar as ações do acionista dissidente torna-se em princípio compulsória para a companhia, decorrente apenas de manifestação tempestiva e unilateral de vontade[18], e a recompra de ações resulta da conciliação de vontades da companhia e do acionista alienante. Contudo, a possibilidade de utilização das ações de emissão própria recebidas pela companhia para permanência em tesouraria, seja através de reembolso, seja através de recompra, não difere[19].

---

[17] Lamy Filho, Alfredo. Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Pareceres. Vol. II. 2º Ed. Rio de Janeiro: Renovar. 1996. p. 594. Carvalhosa, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 1° Volume. 6ª edição. São Paulo: Saraiva. 2011. pp. 544-545.

[18] Na forma do §3º do art. 137 da Lei das S.A., a companhia poderá ratificar ou reconsiderar a deliberação desencadeadora do direito de recesso se entender que o pagamento do preço do reembolso das ações porá em risco a estabilidade financeira da empresa.

[19] Apesar do art. 45 da Lei das S.A., desde a sua redação inicial em 1976, prever a possibilidade da manutenção em tesouraria de ações recebidas pela companhia por conta da operação de reembolso, o art. 30, §4° da mesma lei previu que apenas as ações adquiridas através de recompra, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto. No entanto, como veremos ao longo deste trabalho, a

A última exceção a que faremos referência neste item trata-se da compra de ações prevista na alínea d, §1º, do art. 30 da Lei das S.A. A operação ocorre quando, resolvida a redução do capital social mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância por ação que seria restituída com a redução do capital. Nesta operação será aprovada a redução de capital da companhia pela assembleia geral com pagamento em dinheiro, à vista. A deliberação definirá o valor da redução e a quantidade de ações a serem canceladas com a operação. Em seguida, caso o preço em bolsa da mesma quantidade de ações for inferior ou igual ao montante da redução do capital social pretendido, a companhia poderá decidir pela compra das ações em bolsa para o respectivo cancelamento.

A compra de ações prevista na alínea d do §1º, do art. 30 da Lei das S.A. pode possuir resultados semelhantes ao da recompra, principalmente quando a recompra for realizada por uma companhia aberta em bolsa para o cancelamento das ações adquiridas. O objetivo das operações, contudo, diferem substancialmente, pois a compra visa à redução do capital social, que não pode ser alterado pela recompra de ações. A motivação para a realização das operações também difere, pois a redução do capital social ocorre para sanar uma perda, até o montante dos prejuízos acumulados, ou caso a companhia julgue seu capital excessivo.

Assim, apesar de certas semelhanças existentes entre as operações acima descritas e a recompra de ações, predominam as diferenças, principalmente quanto às motivações que levam uma companhia a realizar cada uma delas. Lembramos, por fim, que as principais causas para que uma companhia decida recomprar suas ações serão estudadas adiante, no item II.2. deste trabalho.

I.3. Escolha e delimitação do tema

Quando, em 2008, buscávamos um tema de estudo para apresentar pela primeira vez o projeto de ingresso no Programa de Mestrado da Faculdade de Direito da

---

companhia não torna-se acionista de si própria ao manter suas ações em tesouraria e entendemos, portanto, que aplicam-se às ações adquiridas por reembolso, e mantidas em tesouraria, as mesmas restrições relativas às ações de emissão própria adquiridas para tanto.

Universidade de São Paulo, a recompra de ações por companhias abertas nos instigou. Estávamos em meio à crise financeira que se alastrou pelos mercados globais a partir de meados de 2007, e que teve início no mercado imobiliário de risco dos Estados Unidos (*subprime*). A crise na economia global não deixou de afetar o Brasil, servindo como estímulo para que várias companhias abertas brasileiras lançassem programas de reaquisições compensatórias de seu próprio capital, utilizando-se de recursos disponíveis. Isso porque a aquisição de ações de emissão própria é uma forma da administração da companhia demonstrar para o mercado que considera que suas ações estão sub-valorizadas.

O aumento do número de operações realizadas por companhias abertas fez com que surgissem os mais variados questionamentos relacionados, e muitos deles foram colocados para análise pela CVM. Assim, a busca de meios para conciliar a utilização da operação com a realidade do mercado de capitais, levando-se em consideração todos os interesses envolvidos, despertou-nos para o tema. Em seguida, consideramos também para a nossa opção a escassez de estudos organizados sobre a recompra de ações no Brasil, havendo, inclusive, certa carência de doutrina nacional sobre o assunto.

A escolha feita, a nosso ver, se mostrou acertada até os dias de hoje pois, como procuraremos demonstrar ao longo do presente trabalho, há questões variadas, relevantes e interessantes relacionadas à operação de aquisição de ações de sua própria emissão por sociedades anônimas. Apesar do trabalho ter como ênfase o exame da operação descrita em apenas uma alínea de um parágrafo de um artigo da Lei das S.A. (alínea "b", do §1º do art. 30), encontramos desdobramentos interessantes e atuais ao longo de nossa pesquisa que possibilitaram o desenvolvimento do presente estudo.

Por se tratar de pesquisa a ser desenvolvida para a elaboração de dissertação em mestrado de direito comercial, algumas limitações se impõem. Assim, por mais que a recompra de ações por companhias abertas apresente diversas facetas, não serão desenvolvidas aquelas que escapam ao exame jurídico do tema, tais como análises contábeis ou abordagens econômicas. Entretanto, por se tratar de tema ligado ao mercado de capitais, certos aspectos econômicos deverão ser mencionados, mas apenas com o intuito de compreensão de institutos jurídicos. Nosso objeto de estudo estará nas questões relacionadas ao direito comercial e seus princípios, mesmo tendo o tema

relação com outras áreas do direito, como o direito tributário e penal, mas que não serão analisadas.

Ademais, faremos referência às operações efetuadas por sociedades anônimas fechadas, tendo em vista serem os mesmos os dispositivos legais que tratam das operações realizadas por companhias abertas e companhias fechadas, mas não será realizada qualquer análise sobre a possível realização de operações de recompra de quotas por sociedades limitadas.

Por fim, as demais formas de negociação com ações de emissão própria por companhias abertas autorizadas pelo §1º do art. 30 da Lei das S.A. não estarão abrangidas pela presente pesquisa, e apenas foram apresentadas no início do trabalho quando abordado o contexto da proibição geral para que as companhias negociem com as ações de própria emissão.

II. Aquisição de ações de sua própria emissão

Dentro da estrutura de desenvolvimento do presente trabalho, pretendemos abordar neste capítulo a operação de recompra sob sua perspectiva legal, que abrange tanto as operações realizadas por companhias abertas como fechadas. Não examinaremos, neste momento, a regulamentação especial aplicável às companhias abertas, que será analisada no Capítulo III do presente estudo.

II.1. Definição da operação

Valendo-nos da análise já realizada no item I.2.1. deste trabalho, entendemos que a aquisição de ações de emissão própria pode ocorrer através da celebração de negócios jurídicos que possuam como objetivo a transmissão da propriedade das ações do acionista para a companhia. E, como vimos, tais negócios jurídicos são a compra e venda, a permuta e a dação em pagamento, desde que realizados com recursos disponíveis e sem afetar o capital social, e a doação[20].

O tratamento legal das operações de recompra de ações no direito brasileiro inicia-se com a vedação inicial para que uma companhia negocie com ações de sua própria emissão estabelecida pelo *caput* do art. 30 da Lei das S.A., passando pela a exceção constante da alínea "b" do §1º do mesmo dispositivo. Desta forma, a aquisição por uma companhia de ações de sua própria emissão pode ser (i) onerosa, e deve respeitar o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, bem como não afetar o capital social; ou (ii) por doação. As ações assim adquiridas pela companhia podem ser canceladas ou permanecer tesouraria. Para os acionistas, trata-se de um ato voluntário, já que não há obrigação legal para que estes alienem as suas ações para a companhia.

Neste sentido, a aquisição onerosa de ações de emissão própria por uma companhia pode ser efetuada por meio de compra e venda prevista nos arts. 481 e seguintes do Código Civil Brasileiro, através da qual o acionista se obriga a transferir para a companhia adquirente o domínio das ações que possui, mediante o pagamento do

[20] Lamy Filho, Alfredo. Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Pareceres. Vol. II. 2º Ed. Rio de Janeiro: Renovar. 1996. p. 595.

preço acordado em dinheiro. Tal aquisição poderá também ser realizada através do pagamento pela companhia em bens, consolidando-se, assim, uma operação de troca ou permuta (art. 533 do Código Civil Brasileiro), ou de dação em pagamento, através da qual a companhia aceita receber as suas ações como prestação diversa da que lhe seria inicialmente devida por um terceiro (arts. 356 a 359 do Código Civil Brasileiro).

Nos termos da Lei das S.A., a aquisição pode também ser efetuada através de operação de doação de ações, disciplinada pelos arts. 538 e seguintes do Código Civil Brasileiro. Neste caso o acionista transfere por liberalidade, de seu patrimônio, ações que detém para o patrimônio da companhia emissora[21].

Uma vez recebidas as ações pela companhia, esta optará pelo cancelamento dos títulos ou pela respectiva manutenção em tesouraria, sendo que seu capital social permanecerá inalterado. A opção pelo cancelamento de ações importará na extinção dos títulos, sendo que nas companhias com ações sem valor nominal o seu cancelamento significará apenas a alteração do número de ações constantes no estatuto e livros sociais, permanecendo inalterada a cifra representativa do capital social. Por outro lado, se as ações possuírem valor nominal, hipótese pouco comum nos dias atuais, este deverá ser alterado com o cancelamento das ações, permanecendo igual o valor do capital social. As ações, neste caso, passarão a ter valor nominal superior, valendo-se do disposto no art. 12 da Lei das S.A.[22] que, apesar de restringir a alterações do valor nominal das ações, permite que este seja modificado caso ocorra um cancelamento de ações autorizado pela lei.

Caso a companhia opte pela manutenção de suas ações, estas permanecerão em tesouraria[23]. Nesta hipótese as ações continuarão a existir, passando a ser de titularidade da companhia, mas sem direito ao recebimento de dividendo ou voto, na forma do §4º do art. 30 da Lei das S.A. Tais restrições, assim como os recursos passíveis de utilização

[21] Na hipótese da doação onerosa de ações, ou seja, a doação com encargos em que o donatário, para ter direito ao bem doado deve cumprir certa contraprestação e não simplesmente aceitar a doação, deve-se analisar o encargo imposto, pois neste caso a doação pode se aproximar de uma aquisição onerosa de ações.

[22] Art. 12. O número e o valor nominal das ações somente poderão ser alterados nos casos de modificação do valor do capital social ou da sua expressão monetária, de desdobramento ou grupamento de ações, ou de cancelamento de ações autorizado nesta Lei.

[23] Componente integrante de uma companhia responsável pela administração de seus recursos.

pela companhia na operação, serão analisados de forma mais aprofundada adiante neste capítulo.

Ademais, a Lei das S.A. não estabeleceu qual órgão da administração da companhia seria responsável pela aprovação de operações de recompra de ações, bem como os valores a serem pagos pelas ações adquiridas, ou eventuais limites de aquisição. No que tange às companhias fechadas não há restrições e, desde que a aquisição se dê até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, tais companhias estão livres para estipular os parâmetros das operações a serem realizadas[24]. Já para as companhias abertas, certos limites foram estipulados pela Instrução CVM nº 10/80 que, conforme estudaremos adiante, atribuiu ao conselho de administração das companhias abertas autoridade para aprovar as operações, além de estabelecer que o preço de aquisição das ações não poderá ser superior ao valor de mercado dos títulos. Evidentemente que operações realizadas por quaisquer espécies de companhias devem observar todas as disposições legais, além de assegurar a igualdade de tratamento dos acionistas e atender ao interesse social.

Neste sentido, principalmente para as companhias fechadas, pode ocorrer a hipótese de existir mais acionistas interessados em alienar suas ações do que a sociedade pretende adquirir. Para evitar decisões arbitrárias e eventuais abusos, tendo em vista a existência de lacuna legal, a companhia pode escolher as ações que serão adquiridas mediante a realização de sorteio, buscando como inspiração o procedimento

[24] Lembramos aqui do interessante "exercício de imaginação surrealista" do professor americano Andrew Hacker descrito por Fabio Konder Comparato em sua obra Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa, que descreve a história da American Electric, uma companhia que adquiriu a totalidade de suas ações. Tratava-se de uma companhia produtora de materiais elétricos, que desenvolveu um processo de automação que tornou desnecessária a contratação de empregados. Em seguida, o fundo de pensão de seus empregados adquiriu a totalidade de suas ações, mas a despedida e a aposentadoria dos empregados antecipada por conta da automação fez com que o fundo liquidasse as ações da companhia para arcar com suas obrigações. Neste momento, a administração do fundo de pensão optou por vender as ações para a própria companhia, e o fundo foi dissolvido após a morte do último empregado. Anos depois, a administração da companhia decidiu que a expansão de seus negócios dependeria de restrição à importação de certos produtos elétricos e, para tanto, contratou empresa de publicidade especializada em política para desenvolver uma campanha que demonstrasse o perigo representado por geradores estrangeiros para o país. Com isso, foi desenvolvida e promulgada nova lei que resultou no aumento considerável dos lucros da companhia. Comparato descreve, ao final, o diálogo havido entre um senador alertado sobre os acontecimentos e um diretor da American Electric, em comissão de inquérito constituída para apurar os acontecimentos, através do qual tal diretor tenta explicar a "gigante máquina" que não tem acionistas ou empregados, seus dirigentes trabalham como assalariados, mas que mesmo assim age em prol de seus próprios interesses. Comparato, Fábio Konder. Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa. São Paulo: Editora Revistas dos Tribunais. 1970. pp. 26-30.

selecionado pela Lei das S.A. para as operações de amortização de resgate de ações (art. 44, §4º). Tal solução pode ser mais eficiente do que, por exemplo, a aquisição proporcional de ações de todos os acionistas que desejarem alienar seus títulos. Isso porque pode não interessar para os acionistas a diluição de sua participação no capital social, mas apenas a manutenção de sua participação atual, ou a alienação da totalidade das ações. Isso porque uma participação reduzida, como se sabe, pode significar menor influência nos negócios sociais. Esta questão não se coloca, em princípio, para as companhias abertas pois, segundo o art. 9º da Instrução CVM nº 10/80, as aquisições deverão ser realizadas em bolsa de valores, conferindo tratamento igualitário para todos os acionistas da companhia.

Por fim recomenda-se para as companhias fechadas, em decorrência da exígua previsão legal, que o tratamento a ser conferido na hipótese de recompra de ações seja definido em seu estatuto social. A previsão estatutária de questões como o órgão que aprovará a operação, o cálculo do valor a ser pago pelas ações, assim como a forma de seleção dos acionistas por ventura interessados na alienação, poderá, preventivamente, evitar eventuais conflitos quando uma operação for posta em prática, pois indica que seus acionistas concordaram antecipadamente com seus termos e condições.

II.1.1. A possibilidade de aquisição e manutenção de ações de própria emissão pela companhia

Um dos pontos de interesse da operação de recompra é a compreensão de a que título a companhia passará a deter as suas próprias ações. Analisaremos, para tanto, as principais posições doutrinárias acerca da possibilidade de aquisição de ações de emissão própria, que consideram desde a impossibilidade da aquisição ou da manutenção das ações em tesouraria, até o reconhecimento da companhia como acionista de si mesma, passando pela posição atualmente adotada pelo direito brasileiro que autoriza a realização da operação mas, dentre os limites impostos, determina a restrição de certos direitos das ações mantidas em tesouraria.

II.1.1.1. A sociedade acionista de si mesma

Segundo esta teoria, a sociedade anônima torna-se acionista de si mesma ao adquirir as ações de sua emissão. Para tanto, todos os direitos das ações adquiridas pela companhia continuam em vigor na hipótese de sua manutenção em tesouraria. Neste caso a companhia exerceria, através de seus administradores, e na proporção de sua participação no capital social, todos os direitos inerentes a seu status de acionista[25].

Tendo em vista que a representação da companhia é realizada por sua administração, tornando-se sua própria acionista, a sociedade atribuiria a seus diretores o direito de representá-la em suas deliberações sociais. As ações recompradas permaneceriam com todos os seus direitos e obrigações inalterados, recebendo dividendos, mantendo o direito de voto, e com a possibilidade, inclusive, de impugnar suas próprias deliberações em assembleia geral.

Como é possível depreender, não seria aceitável a companhia concorrer para a formação de sua vontade social, pois nesta situação a vontade social pré-existiria a si própria, já que a pessoa do acionista se confundiria com a da sociedade. Ademais, sob o ponto de vista prático, a dominação da assembleia pela administração subverteria o princípio da separação de poderes vigente em nosso ordenamento jurídico, que consagra que a assembleia geral e a administração de uma companhia são órgãos independentes, com funções distintas. Se assim ocorresse, haveria também situação de conflito quando da deliberação a respeito das contas dos administradores, pois a decisão caberia aos próprios interessados na aprovação.

Não há dúvidas de que uma companhia tornar-se acionista de si mesma contradiz os princípios que regem a sociedade anônima, sendo tal hipótese expressamente vedada pelo §4º do art. 30 da Lei das S.A. que suspende certos direitos

[25] Conforme explica Ferrer Correia, trata-se de construção doutrinária minoritariamente aventada na doutrina alemã do início do século XX que, segundo o mesmo autor, mostrou-se inconveniente e bizarra Correia, A. Ferrer. Acções Adquiridas pela Própria Sociedade Emitente e Direito de Voto in Estudos de Direito Civil Comercial e Criminal. Coimbra: Livraria Almedina. 1985. p. 122. Esta teoria também é criticada por Rocha, Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. p. 35.

das ações mantidas em tesouraria. Tal possibilidade, ademais, não foi identificada em qualquer dos ordenamentos jurídicos a que tivemos acesso.

II.1.1.2. A vedação à aquisição e à manutenção de ações

Como ensina Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da Rocha, antes de tratar da manutenção de ações em tesouraria, deve-se refletir sobre a possibilidade de aquisição de ações de emissão própria por uma companhia. São vários os argumentos utilizados para defender a vedação total à aquisição, que passam pela falta de capacidade da companhia para realizar a operação, pela impossibilidade da companhia tornar-se acionista de si mesma, assim como pela proteção dos credores sociais. Segundo a teoria da vedação total, como a companhia e seus acionistas têm personalidades jurídicas diversas, a mera possibilidade de aquisição de ações de emissão própria confundiria a personalidade jurídica da companhia com a de seus sócios. Ademais, com a aquisição das ações, a sociedade anônima passaria a deter direitos e obrigações contra si mesma, o que confrontaria o princípio de que ninguém pode ser credor e devedor de si próprio[26].

Esta foi a posição vigente no direito brasileiro até 1965, quando a recompra de ações passou a ser admitida para as sociedades anônimas de capital autorizado. A proibição total tinha como pressuposto impedir eventuais abusos que pudessem advir da aquisição de ações, tendo como principal preocupação a integridade do capital social da companhia. Trajano de Miranda Valverde, autor do anteprojeto que resultou no Decreto-Lei nº 2.627/40, entendia que a compra e venda das próprias ações pela companhia "*viria a desmoralizar, definitivamente, a instituição, pois que possibilitaria os maiores abusos*"[27].

Uma orientação paralela da que defendia a vedação total passou a reconhecer a possibilidade de aquisição das ações, mas questionando a possibilidade de sua manutenção em tesouraria pela companhia. Ou seja, a companhia poderia adquirir as suas próprias ações, mas tais ações deveriam ser automaticamente canceladas, levando principalmente em consideração o já referido princípio de que ninguém pode ser credor

[26] Rocha. Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. pp. 35-36.
[27] Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense. 1953. p. 151.

e devedor de si próprio. Neste sentido, os direitos das ações adquiridas deveriam ser automaticamente extintos por força da figura da confusão (art. 381 e seguintes do Código Civil Brasileiro) e, consequentemente, canceladas as ações enquanto instrumento de congregação dos referidos direitos[28].

Contudo, as relações existentes entre um acionista e a companhia não se resumem em uma simples relação de crédito. Neste sentido, lembramos os ensinamentos de Ascarelli, que ressalta a "*impossibilidade de identificar os direitos do sócio em um só direito, seja real, seja obrigacional*". Decorrem, portanto, da relação de acionista, "*de um lado, deveres (em relação à integralização das ações) e, de outro lado, direitos de caráter patrimonial (por exemplo, o direito ao dividendo, o direito à quota da liquidação) e não patrimonial (por exemplo, o direito de informação, o direito de participar da assembleia) e poderes (como o de votar na assembleia)*"[29].

Desta forma, além da impossibilidade de resumir a relação entre o acionista e a companhia em uma relação creditícia, extinguível por confusão, não haveria sentido permitir apenas a aquisição das ações, momento em que supostamente poder-se-ia colocar em risco a integridade do capital social e os direitos dos credores, e não autorizar a manutenção e posterior alienação de tais títulos que, se valorizados, poderão resultar em rendimentos para a companhia através de sua recolocação em circulação.

Explica, ainda, Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da Rocha, que o argumento de que a companhia não teria capacidade para a aquisição de ações de emissão própria tem origem no direito inglês, primordialmente no caso Trevor v. Whitworth, que declarou aquisição de ações de emissão própria ilícita por ser *ultra vires*, estando ela autorizada, ou não, pelo estatuto social da companhia[30]. A aquisição de ações de emissão própria no Reino Unido passou a ser autorizada no ordenamento

---

[28] Rocha. Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. p. 37.

[29] Ascarelli, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: Saraiva & Cia., 1945. p. 363.

[30] Rocha. Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. pp. 42-43. Sobre o tema, discorre Paul Davies: "*It was held by the House of Lords in the nineeenth century that a company could not purchase its own shares, even though there was an Express Power to do so in its memorandum, since this would result in a reduction of capital.*" Davies, Paul L. Principles of Modern Company Law. Seventh Edition. London: Sweet & Maxwell, 2008. p. 316.

inglês apenas com o *Companies Act* de 1981, passando posteriormente a constar do *Companies Act* de 1985[31].

II.1.1.3. A possibilidade de aquisição com a suspensão de direitos

A terceira posição, predominante nos ordenamentos jurídicos que conhecemos, admite a aquisição das ações de emissão própria para manutenção em tesouraria, mas coloca tais títulos em uma espécie de hibernação. As ações adquiridas podem ser automaticamente canceladas, ou incorporadas ao patrimônio da companhia adquirente como seu fator redutor, uma vez que tal situação não lhe atribui a qualidade de acionista de si mesma. Como explica A. Ferrer Correia, "*esses direitos se conservam suspensos, privados de eficácia, como paralisados ou inertes, por todo o tempo durante o qual a situação se mantiver, só retomando a sua normal vitalidade no momento em que os títulos forem alienados*"[32].

Nestes casos a companhia passa a deter suas próprias ações, exercendo uma qualificação particular de titular, detentora das ações, mas sem alcançar a qualidade de acionista. A Lei das S.A., por sua vez, suspendeu especificamente o direito ao recebimento de dividendos e ao exercício do voto[33] o que não significa, entretanto, que outros direitos ou obrigações das ações possam ser exercidos[34]. As ações próprias alienadas pela companhia recuperam seus direitos e obrigações nas mãos do adquirente, pela sua transferência para um novo titular, readquirindo, assim, sua plena eficácia[35].

---

[31] "*It included provisions that permitted companies to issue redeemable shares, to purchase back their own shares and, in the case of private companies to purchase back out of capital subject to safeguards aiming to preserve the amount of company's share capital for the protection of creditors, are now contained in the CA 1985 ss.159-81.*" (Kucukgungor, M. Asli. Acquisition by a Company of its Own Shares from the Perspective of Capital Maintenance Rules, setembro de 2004, disponível para consulta em http://www.jeanmonnet.org.tr/website/tr/dosyalar/tezler/m_a_kucukgungor.pdf (verificado em 8 de abril de 2008), p. 16).

[32] Correia, A. Ferrer. Acções Adquiridas pela Própria Sociedade Emitente e Direito de Voto in Estudos de Direito Civil Comercial e Criminal. Coimbra: Livraria Almedina., 1985, pp. 124.

[33] Raul Ventura descreve que, *"quando a suspensão seja prescrita por lei, a disposição legal unida a esta observação dogmática, torna inútil qualquer investigação sobre o fenômeno da suspensão.*" Ventura, Raul. Auto-Participação da Sociedade: as Acções Próprias. p. 430.

[34] Os direitos devem ser analisados caso a caso (Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 555). Os mesmos autores descrevem, ainda, a possibilidade da imposição de outros deveres previstos no Estatuto Social, que podem vincular o acionista no sentido de fazer ou abster-se de certos atos. Não há como analisar antecipadamente todas as possibilidades existentes, mas tais obrigações, em princípio, também permanecerão suspensas enquanto as ações estiverem em tesouraria.

[35] Veja-se nossas observações sobre os direitos das ações em tesouraria na hipótese de constituição de

Como ensinam José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, "*as ações em tesouraria não conferem à companhia o 'status' de sócio ou qualidade de acionista (como ocorre com as ações em circulação), pois não faz sentido afirmar que a companhia é sócia de si mesma. A exclusão de alguns dos direitos essenciais das ações em tesouraria mostra que a lei admite que tal ação continue a ser bem objeto de direito, tal como as ações em circulação, e que a companhia tem a propriedade dessas ações com as faculdades de aliená-las e reivindicá-las de terceiros; mas se não exerce todos os direitos conferidos pela ação acima referidos, não se pode dizer que tenha a qualidade de acionista.*"[36].

Lembramos, neste sentido, que a ação é inicialmente considerada como a menor parcela indivisível que representa o patrimônio das companhias e que, "*contudo, ela não é somente a quota-parte mínima em que se divide o capital, mas é também o instrumento jurídico que dá ao seu proprietário a condição de acionista, desta resultando-lhe um conjunto de direitos e obrigações*"[37]. Em síntese, "*constitui-se a ação no conjunto de direitos e obrigações de que é titular aquele que adquire a condição de acionista pela sua subscrição*" [38], e sua propriedade implica na aquisição da condição de acionista frente a companhia. Tal condição, no entendo, não é estendida à própria companhia em decorrência da manutenção de suas ações em tesouraria.

Trata-se, sem dúvida, da posição doutrinária mais aceitável para a operação de recompra de ações, primeiramente porque reconhece a possibilidade de uma companhia adquirir suas próprias ações, sem ignorar os benefícios que esta operação pode trazer para a emitente. Congrega, ainda, a possibilidade da aquisição, sem tornar a companhia sua própria acionista, o que, como já referimos, seria uma situação no mínimo bizarra. Ademais, tal posição não deixa de reconhecer os benefícios para a companhia que podem decorrer da manutenção das ações em tesouraria para posterior alienação dos

---

direitos reais pela companhia, traçados no item II.5.2.1.

[36] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 556.

[37] Salles, Marcos Paulo de Almeida. Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários – comentários à Lei 6.385/76 *coord. de Geraldo de Camargo Vidigal e Ives Gandra da Silva Martins*. Vol. III. São Paulo: Ed. Resenha Universitária / Instituto dos Advogados de São Paulo. 1980. p. 10.

[38] Salles, Marcos Paulo de Almeida. Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários – comentários à Lei 6.385/76 *coord. de Geraldo de Camargo Vidigal e Ives Gandra da Silva Martins*. Vol. III. São Paulo: Ed. Resenha Universitária / Instituto dos Advogados de São Paulo. 1980. p. 10.

títulos, autorizando a sua manutenção pela companhia, com a restrição aplicável a certos direitos e obrigações[39].

II.1.2. Evolução legislativa da operação no Brasil

Os primeiros diplomas legais que trataram das sociedades anônimas no Brasil não autorizavam a realização de operações com ações de emissão própria por tais companhias. Como veremos, tais operações foram autorizadas a partir de 1965 para as companhias de capital autorizado e, apenas com a Lei das S.A., em 1976, passaram a ter a configuração que conhecemos hoje.

II.1.2.1. Decreto-Lei n° 2.627, de 1940 e antecedentes legislativos

A primeira lei a tratar da negociação por companhias abertas com ações de sua própria emissão foi a Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882. Trata-se da regra que aboliu a necessidade de autorização estatal para a constituição da sociedade anônima, que passou a ser necessária apenas para a exploração de certos objetos sociais como, por exemplo, atividades bancárias ou securitárias. Dispunha o art. 31[40] da referida lei ser "*prohibido ás sociedades anonymas comprar e vender as suas proprias acções*"[41], não se compreendendo nesta proibição a amortização[42] de ações efetuada com fundos disponíveis. O Decreto nº 8.821, de 30 de dezembro de 1882 que, por sua vez,

---

[39] Discordamos, portanto, da opinião de certos autores que, apesar de reconhecer a restrição de certos direitos, consideram que a companhia torna-se acionista de si própria com a manutenção de suas ações em tesouraria. Veja-se, neste sentido, Bulhões, Carlos Eduardo. Estudo sobre o artigo 30 da Lei das S/A *in Opiniões Jurídicas*. Rio de Janeiro: Forense. 2002. pp. 46-47; e Borba, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar. 2003. p. 261.

[40] Art. 31. E' prohibido ás sociedades anonymas comprar e vender as suas proprias acções.
Nesta prohibição não se comprehende a amortização das acções, uma vez que seja feita com fundos disponiveis.

[41] A Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882, foi posteriormente reformada pelo Decreto nº 164, de 17 de janeiro de 1890, mas mantida a redação do art. 31.

[42] Como já referido nos itens I.2.1. e I.3., a amortização de ações é operação que não transmite a propriedade das ações. Segundo explica Philomeno Joaquim da Costa, os regras que tratavam genericamente das sociedades anônimas foram omissas sobre as operações de resgate até o Decreto-Lei nº 2.627/40, havendo inicialmente referência a esta operação no art. 5º do Decreto nº 21.536/32, que permitiu a criação de ações preferenciais e seu resgate. O mesmo pode ser dito para as operações de reembolso, referido inicialmente nos arts. 9º e 10 do Decreto nº 21.536/32. Já a compra para redução de capital teve sua primeira previsão no Decreto-Lei nº 2.627/40. Costa, Philomeno J. da. Operações da Anônima com as Ações do seu Capital. São Paulo. 1965. pp. 78-80, 110-113, 221-222.

regulamentou a execução da Lei nº 3.150/82, acrescentou que a amortização, além de utilizar fundos disponíveis, não poderia ser realizada com ofensa ao capital social[43].

Posteriormente a matéria foi também prevista no Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891, que consolidou as disposições legislativas e regulamentares sobre as sociedades anônimas. Este diploma manteve as restrições anteriormente vigentes, autorizando operações de amortização que, além de contar com fundos disponíveis, não ofendessem o capital social da companhia[44]. Restou, então, reafirmada a preocupação do legislador com o capital social na negociação de ações pela própria companhia, que vige até os dias atuais e baseia-se na ideia do capital como proteção aos credores sociais.

O Decreto-Lei n° 2.627/40 que, por sua vez, disciplinou as sociedades por ações até 1976, vedava a negociação com ações de própria emissão por companhias em seu art. 15[45], e excluía da proibição apenas as operações de resgate, reembolso, amortização ou compra para redução de capital[46][47]. A recompra de ações para tesouraria não fazia parte das exceções por ser considerada perigosa e desmoralizante para o mercado, tendo em vista tratar-se de fonte de possíveis excessos pela companhia[48].

---

[43] Art. 20. Não póde a sociedade anonyma comprar e vender a suas acções.
Nesta prohibição não se comprehende a amortização das acções, uma vez que seja realizada com fundos disponiveis e sem offensa do capital.
A amortização não póde ser feita senão por deliberação da assembléa geral, estando presente um numero de socios, que represente, pelo menos, dous terços do capital. (Art. 65.)

[44] Art. 40. E' prohibido ás sociedades anonymas comprar e vender as proprias acções.
Nesta prohibição não se comprehende a amortização das acções, uma vez que seja realizada com fundos disponiveis e sem ofensa do capital.
A amortização não póde ser feita sinão por deliberação da assembléa geral, estando presente um numero de socios, que represente, pelo menos, dous terços do capital. (Lei n. 3150 de 4 de novembro de 1882, art. 31; Decr. n. 8821 de 30 de dezembro do mesmo anno, art. 20; Decr. n. 164 de 17 de janeiro de 1890, art. 31.)

[45] Art. 15. A sociedade anônima não pode negociar com as próprias ações.
Parágrafo único. Nessa proibição não se compreendem as operações de resgate, reembolso, amortização ou compra, previstas em lei.

[46] Art. 19. A compra de ações pela sociedade só é autorizada, quando, resolvida a reducção do capital (art. 114) mediante restituição. em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa é inferior ou igual à importância que deva ser restituida. As ações adquiridas serão retiradas, definitvamente, da circulação.

[47] Philomeno J. da Costa descreve os projetos legislativos que antecederam o Decreto-Lei n° 2.627/40, e que tratavam do tema da negociação pelas companhias com ações de sua própria emissão, como o projeto Gudesteu Pires, o projeto Clodomir Cardoso e o projeto de Código Comercial de Valdemar Ferreira (Costa, Philomeno J. da. Operações da Anônima com as Ações do seu Capital. São Paulo. 1965. pp. 29-38).

[48] Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da Rocha descreve exemplos históricos em que "*desenfreadas manobras especulativas com acções próprias*" causaram a falência de diversas companhias européias e norte-americanas. Rocha. Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no

Diferentemente dos diplomas anteriores, que proibiam a compra e venda de ações, o Decreto-Lei n° 2.627/40 passou a vedar a negociação, entendendo ter este termo sentido mais amplo e, consequentemente, maior abrangência. O anteprojeto de Trajano de Miranda Valverde previa, inicialmente, que a companhia não poderia "*especular ou negociar*"[49] com as próprias ações, mas o termo especular foi excluído da redação final do Decreto, pois julgou-se que a especulação já seria uma forma de negociação. O próprio autor, ao comentar o art. 15 do Decreto-Lei n° 2.627/40, registrou que, "*a sociedade anônima não deve negociar, comprar e vender, especular, enfim, com as próprias ações.*"[50].

A possibilidade da companhia atingir a integridade do capital social subscrito ao recomprar suas ações era considerada tão grave, que o Decreto-Lei n° 2.627/40, ainda, estabeleceu a responsabilidade criminal de diretores ou gerentes que comprassem ou vendessem, por conta da companhia, as ações por ela emitidas, ressalvadas operações expressamente permitidas em lei (art. 168, inciso IV).

II.1.2.2. Lei n° 4.728, de 1965

Como visto, historicamente, a legislação brasileira vedava plenamente a aquisição de ações de emissão própria por sociedades anônimas tendo, apenas em 1965, autorizado tais operações para companhias de capital autorizado. Neste sentido, a Lei n° 4.728/65, que pela primeira vez disciplinou sistematicamente o mercado de capitais[51], permitiu que as sociedades anônimas de capital autorizado adquirissem suas próprias ações, mediante a aplicação de lucros acumulados ou capital excedente, e sem redução do capital subscrito (art. 47)[52]. As ações assim adquiridas para manutenção em tesouraria não teriam direito de voto até a sua recolocação no mercado (§2º do art. 47).

Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. pp. 98-101.

[49] Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense. 1953. p. 286.

[50] Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense. 1953. p. 151.

[51] Veja-se uma descrição sobre as inovações da Lei n° 4.728/65 em Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. A Negociação com as Próprias Ações por Sociedade Anônima de Capital Aberto *in Direito Comercial: Textos e Pretextos*. São Paulo: José Bushatsky. 1976. pp. 34-37.

[52] Art. 47. As sociedades anônimas de capital autorizado somente poderão adquirir as próprias ações mediante a aplicação de lucros acumulados ou capital excedente, e sem redução do capital subscrito, ou por doação.

Trajano de Miranda Valverde, na justificação do Decreto-Lei n° 2.627/40, assim explica sua opção por não introduzir autorização para o capital autorizado na regra de 1940: "*Não introduzi o sistema anglo-americano do 'capital autorizado', previsto em anteriores anteprojetos, por considerá-lo, pelo menos, no momento, inoportuno, pelos abusos que poderá acarretar e porque não viria a favorecer o desenvolvimento das empresas, ao contrário, aumentaria a desconfiança do público, ainda hoje reinante no nosso meio, quanto às ações das companhias*"[53].

A justificação que acompanhou o Projeto do n° 2.732, de 1965[54], que, por sua vez, encaminhou para o Congresso o texto que originou a Lei n° 4.728/65, considerava que o progresso do Brasil, à época, dependia do desenvolvimento do mercado de capitais, com a respectiva ampliação de subscrição de ações, assim como com a facilitação de sua transferência no mercado. E, neste contexto, foram introduzidas em nosso ordenamento as sociedades anônimas de capital autorizado, conjuntamente com a possibilidade de aquisição de ações de emissão própria por tais companhias[55]. Como explica José Alexandre Tavares Guerreiro, a recompra foi de uma das mais relevantes inovações da Lei de 1965, tendo em vista que as sociedades anônimas não podiam adquirir suas ações no regime anterior. Acrescenta que "*a prática das negociações com as próprias ações, que compreende a utilização das chamadas ações em tesouraria (treasury shares), tem afinidade das mais estreitas com o regime do capital autorizado, em razão de sua origem comum no direito anglo-saxão*"[56].

Assim, finalmente, a recompra de ações foi introduzida no sistema legislativo brasileiro, ainda que de forma tímida, apenas para as companhias de capital autorizado. Note-se, por fim, que a Lei das S.A. não revogou expressamente os dispositivos da Lei n° 4.728/65 que tratavam da recompra de ações havendo, entretanto, a revogação tácita,

---

§ 1° O capital em circulação da sociedade corresponde ao subscrito menos as ações adquiridas e em tesouraria.
§ 2º As ações em tesouraria na sociedade não terão direito de voto enquanto não forem novamente colocadas no mercado".

[53] Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. III, Rio de Janeiro: Forense, 1953. p. 267.

[54] Diário do Congresso Nacional (Seção I), 23 de abril de 1965, pp. 2066-2072.

[55] Artigos. 45 a 48 da Lei n° 4.728/65.

[56] Guerreiro, José Alexandre Tavares. Regime Jurídico do Capital Autorizado. São Paulo: Editora Saraiva, 1984. pp. 73-74.

já que a Lei das S.A. previu a revogações das disposições em contrário em seu art. 300[57], pois esta última passou a dispor de forma mais ampla sobre o mesmo instituto.

II.1.2.3. Lei n° 6.404, de 1976, a Lei das S.A.

Apenas a partir de 1976, com a Lei das S.A., a recompra de ações passou a ser disciplinada no Brasil da forma como hoje a conhecemos tendo o *caput* do art. 30, por sua vez, vedado a negociação pela companhia com as próprias ações[58]. O §1º do art. 30, como já referido, lista as exceções à vedação inicial. Esclarecem José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho que "*essa enumeração é taxativa: o princípio geral é a proibição da negociação e, somente são admitidos os negócios expressamente autorizados pela lei*"[59], ou seja, além da recompra, as operações de resgate, reembolso e amortização, ou mesmo a compra, por companhia aberta, caso a cotação das ações em bolsa seja igual ou inferior à importância a ser devolvida em dinheiro ha hipótese de redução do capital social.

Especificamente sobre a aquisição de ações de emissão própria, os autores do anteprojeto assim explicam a inovação: "*o artigo 30 estende a todas as companhias a faculdade, hoje restrita às companhias com capital autorizado (reguladas nos arts. 45 e 47 da Lei n° 4.728), de adquirir suas próprias ações, desde que sem prejuízo do capital social. 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.*"[60].

A operação passou a ser permitida, portanto, para todas as companhias abertas e fechadas, independentemente de previsão estatutária de capital autorizado[61]. Não há

---

[57] Art. 300. Ficam revogados o Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, com exceção dos artigos 59 a 73, e demais disposições em contrário.

[58] Como comentado no item I.2.1., julgamos que o caput do art. 30 explicitaria melhor seus objetivos se vedasse à companhia negociar com "*as ações de sua própria emissão*".

[59] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 549.

[60] Lamy Filho, Alfredo. Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar. 1997. p. 228.

[61] Não há, a nosso ver, distinções entre a aquisição de ações de emissão própria por sociedades anônimas com ou sem previsão estatutária de capital autorizado. A partir da Lei das S.A., a operação passou a ser permitida de forma indistinta, seguindo na prática os mesmos procedimentos. Veja-se, neste sentido, as palavras de Modesto Carvalhosa: "*Ao derrogar a discriminação da Lei n. 4.728, de 1965, no tocante às*

dúvida de que a principal preocupação dos autores era com a diminuição do capital social, razão pela qual a sua manutenção foi expressamente prevista no texto legal.

As ações adquiridas para manutenção em tesouraria terão suspensos os seus direitos de voto e ao recebimento de dividendos. O diploma de 1976 ampliou, portanto, a restrição aos direitos das ações adquiridas, já que a lei de 1965 estabelecia apenas a suspensão do direito de votar. A opção atual demonstra-se acertada, já que o pagamento de dividendos, se autorizado, seria realizado pela companhia para ela própria.

A realização da operação por companhias abertas deve, contudo, observar regramento mais rígido, seguindo as normas expedidas pela CVM sobre o tema, sob pena de nulidade das operações. Além das questões atinentes ao capital social e à proteção aos credores, o legislador se preocupou com a possibilidade da utilização da recompra por companhias abertas como instrumento de manipulação no mercado, podendo acarretar prejuízo ao público investidor.

A Lei das S.A. sofreu, em 2001, relevante reforma proporcionada pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001[62]. Dentre as inovações trazidas, no que tange às companhias abertas, o § 4º do art. 4º da Lei das S.A.[63] passou a prever a possibilidade

---

sociedades de capital subscrito e autorizado para o efeito de negociação da companhia com suas próprias ações, a lei de 1976 consagra o entendimento já anteriormente comentado de que não existe diferença de tipo societário entre as duas. Trata-se, com efeito, do mesmo tipo e não de dois tipos diversos de companhia. A única diferença existente entre ambas é de âmbito contratual. Na de capital autorizado não há necessidade, até o limite estatutariamente previsto, de reforma do estatuto e de outras formalidades para que se faça o aumento, podendo inclusive a lei interna da companhia delegar ao conselho de administração tal medida (art. 168). Já na sociedade com regime de capital fixo (subscrito), todo o aumento depende de deliberação da assembleia e acarreta modificação dos estatutos.
A Lei n. 6.404, de 1976, coerente com esses princípios, não considera a sociedade de capital autorizado sujeita a normas diferentes, mas às mesmas regras extensivas a todas as companhias, com exceção apenas de algumas exigências especiais, como, por exemplo, a de possuir conselho de administração (art. 138)
Doravante podem negociar com suas próprias ações tantos as companhias de capital autorizado como as de capital subscrito, bem como as companhias fechadas, tanto quanto às companhias abertas (art. 4º)." Carvalhosa, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 1° Volume, 6ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 400.

[62] A Lei das S.A. é fonte de constante elogios por seu conteúdo, sistematização e contemporaneidade. No entanto as suas reformas são, em boa parte, objeto de crítica da doutrina por não fazerem jus ao sistema inicialmente proposto por José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho.

[63] Art. 4º (...)
§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de

da própria sociedade realizar oferta pública para adquirir a totalidade de suas ações em circulação no mercado[64] para o cancelamento do registro perante a CVM. Antes da referida reforma, apenas o acionista controlador poderia efetuar tal oferta na forma do regramento expedido pela até então pela CVM[65].

Trata-se de uma hipótese em que a companhia negociará com ações de sua própria emissão sendo que, dentre as exceções constantes do §1º do art. 30 da Lei das S.A., a aquisição de ações de emissão própria é a única que recepciona a operação prevista no §4º do art. 4º. Consequentemente, devem ser observadas as limitações constantes dos parágrafos do art. 30 da Lei das S.A. na oferta a ser realizada. A companhia deve considerar o valor do saldo de lucros ou reservas disponíveis para a realização da aquisição, podendo as ações recebidas permanecer em tesouraria ou ser canceladas. Tendo em vista que tais restrições buscam a proteção do capital social e dos credores da companhia, e que devem ser seguidas por todas as companhias, não poderão ser dispensadas na hipótese da realização de oferta pública pela própria sociedade para fechamento de capital. Tal modalidade de oferta foi regulada pela CVM através da Instrução CVM nº 361/02, aplicando-se, ainda, a Instrução CVM nº 10/80 atinente à recompra de ações por companhias abertas. Para a realização de oferta pública para aquisição de ações de emissão própria com o objetivo de cancelar o registro de companhia aberta deverão, assim, ser compatibilizados tais normativos com o objetivo pretendido na operação, não podendo, contudo, serem desprezados os preceitos estabelecidos pela Lei das S.A. para uma recompra de ações[66].

---

mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

[64] Cumpre ressaltar que, para os fins ora propostos, tais ações em circulação não se referem apenas às ações que não estejam em tesouraria, como em geral o termo é utilizado ao longo do presente trabalho, mas sim referem-se às ações em circulação no mercado. A Lei das S.A. (art. 4-A, §2º) definiu como ações em circulação no mercado todas as ações da companhia, menos as ações de propriedade do acionista controlador, diretores, conselheiros de administração e as mantidas em tesouraria.

[65] A oferta pública para o cancelamento de registro de companhia aberta tem como objetivo proteger os acionistas minoritários da falta de liquidez decorrente do fechamento do capital social.

[66] As próprias regras atuais contém previsões que buscam compatibilizar suas respectivas disposições. Veja-se, neste sentido, o § único do art. 16 da Instrução CVM nº 361/02, que traz exceção à regra que limita a manutenção em tesouraria de ações representativas de 10% de cada classe de ações no mercado. Uma oferta pública para o cancelamento do registro demandará, possivelmente, a aquisição de quantidade de ações superior a tal percentual:

"*Art. 16. O cancelamento do registro de companhia aberta somente será deferido pela CVM caso seja precedido de uma OPA para cancelamento de registro, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, e tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto, observando-se os seguintes requisitos:*

II.2. Causas para a recompra de ações

Pretendemos, no presente item, discorrer sobre as causas das operações de recompra, ou seja, sobre quais motivações levam as companhias a adquirir ações de sua própria emissão[67]. Lembramos, aqui, as palavras de Ascarelli sobre negócios jurídicos diretos e indiretos, esclarecendo que "*todo negócio é caracterizado por um escopo típico que se destina a realizar, e no qual se identifica precisamente a sua causa econômica e jurídica*"[68]. Por conseguinte, para a consecução da aquisição, a companhia utilizará de instrumentos jurídicos, com objetivos econômicos que, ao final, resultarão na transferência de valores entre a companhia e os acionistas que aceitarem alienar as suas ações.

As motivações que levam as companhias a realizar operações de recompra de ações, naturalmente, demonstram a importância do tema, e seu estudo é mais simples quando consideramos as companhias abertas[69]. Isso porque, em decorrência das obrigações de divulgação de informações aplicáveis a tais sociedades, os objetivos almejados com a recompra podem ser mais facilmente conhecidos, pois a deliberação do conselho de administração que autorizar a operação deverá especificar o objetivo da companhia na sua execução (art. 8º, "a", da Instrução CVM n° 10/80). Ademais, as atas das respectivas reuniões do conselho de administração que deliberarem sobre o tema,

---

I – o preço ofertado deve ser justo, na forma estabelecida no § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76, e tendo em vista a avaliação a que se refere o § 1º do art. 8º; e
II – acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro, considerando-se ações em circulação, para este só efeito, apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22.
Parágrafo único. Sem prejuízo das restrições legais aplicáveis, quando a OPA para cancelamento de registro for efetuada pela própria companhia, os limites de negociação com as próprias ações estabelecidos pela CVM em regulamentação própria somente incidirão caso não seja alcançado o requisito de aceitação do inciso II deste artigo, observando-se ainda, neste caso, o limite de que trata o inciso I do art. 15."

[67] Nossa análise não adentrará no controverso tema da teoria da causa, afeto ao direito civil, e tido para muitos como dos assuntos mais difíceis e complexos deste ramo do direito. Para um estudo aprofundado da questão da causa, veja-se: Costa, Judith Hofmeister Martins. A Teoria da Causa em Perspectiva Comparativista: a Causa no Sistema Civil Francês e no Sistema Civil Brasileiro in AJURIS, Porto Alegre, v. 16 , n. 45. pp. 213-244, e Moraes, Maria Celina Bodin de. A Causa doa Contratos in Revista Trimestral de Direito Civil. vol. 21. jan/mar 2005.

[68] Ascarelli, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: Saraiva & Cia., 1945. p. 155.

[69] Veja-se também sobre o tema Dittmar, Amy K. Why Do Firms Repurchase Stock? *in The Journal of Business*. Vol. 73. N 1º. 3 (Jul., 2000), pp. 331-355, disponível para consulta em http://www.jstor.org/stable/2668568?origin=JSTOR-pdf&, acessado em 2 de novembro de 2012.

por produzirem efeitos sobre terceiros, devem ser publicadas e registradas no registro do comércio (art. 142, §1º da Lei das S.A.), além de comunicada de imediato à CVM e à bolsa de valores onde as ações forem negociadas (art. 11 da Instrução CVM nº 10/80). E, ainda, as operações de aquisição e alienação de ações de emissão própria são consideradas atos potencialmente relevantes na forma da Instrução CVM n° 358/02. A questão da publicidade ou divulgação das operações para as companhias abertas será tratada em item próprio.

Assim, através da observação das informações disponibilizadas por certas companhias na página da CVM na rede mundial de computadores[70] foi possível verificar a existência de duas motivações principais para o lançamento de programas de recompra de ações. São elas: o entendimento de que a aquisição será um bom investimento para a companhia, e o cumprimento de planos de opção de compra de ações, ou outras espécies de planos de remuneração, outorgados a administrares e colaboradores da sociedade.

Especialmente sobre a aquisição de ações de emissão própria como investimento, percebemos que as companhias lançam programas buscando, principalmente, otimizar a geração de valor para os acionistas e aplicar recursos disponíveis para investimento[71]. Isso porque, nunca é demais lembrar que a recompra de ações pela companhia transmite ao mercado, implicitamente, a expectativa da administração de que as ações estão cotadas abaixo do seu valor real ou potencial. Com a maximização dos lucros, como as ações adquiridas pela companhia podem ser canceladas, se isso ocorrer, o capital passa ser representado por um número menor de ações. Desta forma, o valor total do lucro líquido da companhia dividido pelo número total de ações da companhia passa, consequentemente, a ser maior, e maior também passa a ser a parcela do lucro recebida pelo acionista. Lembramos apenas que as ações não possuirão direito a receber dividendos enquanto permanecerem em tesouraria, mas que tais títulos recuperam seus direitos quando transferidos para um terceiro.

A aquisição como investimento ocorre largamente em cenários de baixos preços das ações decorrente de efeitos de crises mundiais do sistema financeiro. Isso porque a

[70] www.cvm.gov.br
[71] Dados pesquisados na sede e na página da CVM na rede mundial de computadores: www.cvm.gov.br.

operação de aquisição é uma forma da administração defender as ações da desvalorização excessiva e demonstrar confiança nos prognósticos da companhia, além de aumentar o valor do dividendo por ação para seus acionistas. Pode-se usar como exemplo o aumento do número de programas de recompra lançados por companhias brasileiras durante os anos de 2008 e 2009[72]. O crescimento do número de operações nesses anos possivelmente foi conseqüência da crise financeira que se alastrou pelos mercados globais a partir de meados de 2007, com início no mercado imobiliário de risco dos Estados Unidos (*subprime*), o que estimulou as companhias a efetuarem reaquisições compensatórias de seu próprio capital, utilizando-se de recursos disponíveis. Com as ações em queda, recomprá-las era uma maneira de maximizar a geração de valor para os acionistas, e de aplicar recursos disponíveis para investimento em títulos considerados baratos[73]. De qualquer forma, e independentemente da existência, ou não, de um cenário de crise, as ações podem ser adquiridas como simples investimento para posterior alienação.

Seja qual for a motivação que leve uma companhia a adquirir suas ações como investimento, é possível verificar, nestes casos, uma típica situação de assimetria de informação entre seus administradores e o mercado. Como explica Otavio Yazbek, "*a informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presuma que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade.*"[74]. Logo, tal discrepância pode ser verificada quando a administração lança um programa de recompra de ações por julgar que os títulos estão subavaliados no mercado. Os administradores possuem, em geral, mais informações do que os acionistas, e por isso a sinalização que a companhia transmite ao mercado quando da aprovação de um programa é de que as ações estão negociadas por um valor inferior ao que seus administradores, os maiores conhecedores da vida da sociedade, julgam adequado[75].

---

[72] Dados pesquisados na sede e na página da CVM na rede mundial de computadores: www.cvm.gov.br.

[73] Destaque-se que o mesmo fenômeno pôde ser observado no final do ano de 1997, quando a crise financeira mundial iniciada no sudeste asiático fez com que certas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA despencassem aproximadamente 30% e, consequentemente, com que o número de programas de recompra de ações aumentasse. Moreira, Luís Fernando. Procianoy, Jairo Laser. Open Market Stock Repurchases at São Paulo Stock Exchange – Bovespa. 2001.

[74] Yazbek, Otavio. Regulação do Marcado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 42.

[75] Há estudos no Brasil que analisaram a volatilidade de certas ações após a divulgação de anúncios de operações de recompra de ações por companhias abertas. Sobre o tema, veja-se: Gabrielli, Márcio F.

Dentro do mesmo raciocínio, a operação contrária, para que a companhia aliene as ações adquiridas e mantidas em tesouraria, torna-se mais difícil de ser visualizada na prática. Tendo em vista as obrigações de publicidade atribuídas à companhia, principalmente por conta da Instrução CVM n° 358/02, a alienação das ações também deverá ser divulgada e, consequentemente, a administração sinalizará ao mercado que considera que as ações estão negociadas com valorização e que, portanto, optou por vendê-las e apurar tal lucro. Tal procedimento, possivelmente, acarretará a queda do preço de negociação das ações no mercado, já que há a propensão para que os investidores acompanhem o movimento da companhia. Razão esta que torna, na prática, menos frequente a opção pela alienação das ações em tesouraria no mercado. Nada impede, contudo, que a companhia utilize tais ações como moeda de troca em alguma outra operação, desde que, por óbvio, observadas as normas aplicáveis ao caso.

A segunda principal motivação identificada para que as companhias abertas brasileiras recomprem suas ações, como referido, é a aquisição de ações com o objetivo de lastrear planos de opção de compra de ações, ou outros planos de remuneração outorgados a administradores e colaboradores da companhia[76]. Para arcar com as obrigações assumidas nestes planos, a companhia pode emitir novas ações para subscrição dos beneficiários, ou utilizar ações mantidas em tesouraria. A emissão de novas ações, no entanto, pode não ser a opção economicamente mais favorável para a sociedade naquele momento, e sua administração pode optar por adquirir ações para permanência em tesouraria, e utilizá-las para cumprir com as obrigações de outorga de ações. A atribuição de ações em tesouraria a beneficiários de tais planos apresenta,

---

Saito, Richard. Recompra de ações e proteção dos minoritários. Disponível para consulta em http://www16.fgv.br/rae/artigos/2207.pdf (acessado em 31 de março de 2011); e Nossa, Silvania Neris. Lopes, Alexsandro Broedel. Teixeira, Aridelmo. A Recompra de Ações e a Análise Fundamentalista: um Estudo Empírico na Bovespa no período de 1994 a 2006 *in Brazilian Business Review*. Vol. 7. N. 1. 2010. pp. 1-23.

[76] Os planos de opção de compra de ações para administradores ou empregados devem ser aprovados em assembleia geral, e estão autorizados pelo §3º do art. 168 da Lei das S.A. Não há, contudo, óbices jurídicos para que outras espécies de plano de remuneração sejam outorgados para administradores e colaboradores da companhia, desde que observadas as disposições legais relativas à remuneração, assim como não há empecilhos para que a companhia utilize a recompra de ações para arcar com suas obrigações de atribuição de ações em tais planos. A utilização de planos de remuneração, inclusive, tem aumentado, como é possível verificar com o crescimento do número de consultas a eles relacionadas apresentadas à CVM. Veja-se, exemplificativamente, as deliberações tomadas pelo Colegiado da Autarquia na Reunião Extraordinária realizada em 27 de janeiro de 2012, na qual foram analisadas duas consultas relacionada à concessão de planos de remuneração diversos dos planos de opção de compra de ações usuais – Processo CVM RJ2011/4494 e Processo CVM RJ2011/5238.

ademais, a vantagem de não diluir os antigos acionistas da companhia com a emissão de novas ações.

A IOSCO[77] divulgou, em 2004, através de seu Comitê Técnico, um estudo sobre programas de recompra de ações (*stock repurchase programs*), tendo em vista tais operações ocorrem com cada vez mais frequência nos mercado mundiais. O relatório denominado Report on "Stock Repurchase Programs"[78], lista as cinco principais motivações reconhecidas no estudo para o lançamento de um programa de aquisição de ações de emissão própria. São elas: (i) "*modifying a company's capital structure in order to raise the debt/equity ratio and/or to improve the return on equity and enhance earnings per share*"; (ii) "*deploying excess cash flow, including following the sale of operating divisions, subsidiaries or other significant assets, with the company's own shares forming the preferred investment*"; (iii) "*substituting cash dividend payouts, often to achieve a tax-advantaged form of distribution*"; (iv) "*establishing a source of issued shares that can be readily accessed/released to satisfy the needs of dividend reinvestment, stock option and employee stock ownership plans*"; (v) "*increasing the availability of treasury shares to fund acquisitions*".

Como vemos, as principais causas expostas no estudo são bastante semelhantes com as que identificamos no Brasil, para as companhias de capital aberto. Não se aplica para o mercado brasileiro, no entanto, a motivação tributária identificada pela IOSCO. Márcio Gabrielli e Richard Saito explicam que muitos países utilizam a recompra de ações como "*um substituto mais flexível e com vantagens fiscais sobre o pagamento de dividendos*"[79]. Nestas jurisdições, tanto a distribuição de dividendos, quanto o ganho de

---

[77] Criada em 1983, a IOSCO conta, atualmente, com mais de 130 membros de 80 países, sendo o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores mobiliários do mundo todo. Tendo em vista a interação entre os mercados existente nos dias atuais, a IOSCO possui, como principais objetivos, a promoção, através de cooperação, de altos padrões de regulação, adequados à manutenção de mercados seguros, eficientes e equitativos; promover o intercâmbio de informações e experiências necessárias ao desenvolvimento de mercados domésticos; unir esforços para estabelecer padrões internacionais de contabilidade e auditoria e um sistema eficaz de supervisão das transações internacionais nos mercados de capitais; e proporcionar assistência recíproca em investigações, com a finalidade de garantir a rigorosa aplicação das leis e punição de seus infratores. A CVM é membro ordinária da IOSCO, participando também de Comitês variados. Outras informações podem ser obtidas no endereço www.iosco.org.

[78] International Organization Of Securities Commissions – IOSCO. Report On "Stock Repurchase Programs". Disponível para consulta em http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf (acessado em 5 de outubro de 2012).

[79] Gabrielli, Márcio F. Saito, Richard. Recompra de ações e proteção dos minoritários. p. 57. Disponível para consulta em http://www16.fgv.br/rae/artigos/2207.pdf (acessado em 31 de março de 2011).

capital apurado pelo acionista por conta da alienação das ações para a companhia, são tributados, mas a tributação sobre o ganho de capital acaba por ser mais vantajosa.

Como vimos, as motivações para a operação de recompra de ações podem ser as mais diversas, sendo possível, ainda, acrescentar outras, sem qualquer pretensão de esgotar o assunto. No Brasil, por exemplo e como já referido, uma companhia aberta pode adquirir suas ações com o objetivo de fechar o capital social (§4º do art. 4º da Lei das S.A.). Barbara Black lembra, ainda, que nos Estados Unidos a administração de uma companhia pode realizar uma oferta para a recompra de ações para competir com uma oferta realizada por um terceiro adquirente, e tentar impedir a tomada do controle da companhia[80].

O tema, como referido no início, é menos explorado para as companhias fechadas, principalmente por conta da diferença na divulgação de informações, assim como pela maior liberdade dessas companhias que poderiam, exemplificativamente, adquirir as ações de determinado acionista que não encontre interessados externos em adquirir sua participação na sociedade. Não resta dúvida, portanto, que as companhias fechadas, assim como as abertas, possuem variadas motivações para a realização de operações de recompra de suas ações.

II.3. Formas de aquisição

Passaremos, no presente item, a analisar as formas de aquisição de ações de própria emissão pela sociedade anônima. Consideraremos, para tanto, o conceito cientifico proposto por Pontes de Miranda, que considera haver no direito duas formas de aquisição: a aquisição originária, e a aquisição derivada. Explica o autor que, "*o suporte fáctico pode ser somente composto de fatos do mundo, ou de fatos do mundo mais fatos jurídicos. No primeiro caso, - atrás do suporte fáctico, não há direitos; no segundo, - há pelo menos uma relação jurídica. Se o fato jurídico é o cerne do suporte fáctico, entre a nova relação jurídica e a anterior há relação causal, como entre o suporte fáctico do fato jurídico novo e o suporte fáctico do fato jurídico anterior. Se o suporte fático do fato jurídico, de que nasce direito, pretensão, ação ou exceção, é sem*

[80] Black, Barbara. Corporate Dividends and Stock Repurchase. Thomson Reuters. 2010. p. 6 - 4.

ligação com outro fato jurídico, diz-se que é originária a aquisição. Se existe a relação causal, diz-se derivada"[81].

Trata-se, assim, de originária a aquisição que não possui uma relação causal com um fato anterior, ou seja, é executada por uma ou mais pessoas, sem referência à alguma relação antecedente. Já na aquisição derivada, por sua vez, existe uma relação causal anterior, ou seja, ocorre, em geral, a transferência do bem de uma pessoa para outra[82]. Dividiremos, assim, nossa análise na possibilidade de aquisição originária de ações de própria emissão, e de aquisição derivada de ações de própria emissão por uma companhia.

II.3.1. Aquisição originária

Com base nos conceitos propostos, para que se dê uma aquisição originária, as ações devem ser subscritas no momento da constituição da companhia, ou através de aumento de capital em uma emissão posterior de ações. Assim, uma aquisição originária de ações próprias ocorreria quando a ação fosse de titularidade da companhia desde a sua emissão, ou seja, a sociedade seria originariamente titular de suas ações. Para tanto, a companhia subscreveria suas ações no momento de sua constituição, ou através de um aumento de capital[83].

A possibilidade de subscrição de ações pela companhia em sua constituição possui, por si só, um problema de ordem inicial. Isso porque, para praticar tal ato, a sociedade deveria pré-existir à sua constituição, pois de outra forma não possuiria personalidade jurídica e, consequentemente, capacidade para praticar o ato de subscrever ações. Trata-se, portanto, de hipótese originalmente inconcebível.

---

[81] Pontes de Miranda, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo V. 3a edição. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1970. p. 15.

[82] As expressões aquisição originária e derivada são comumente utilizadas pela doutrina como formas de aquisição do controle acionário, ocorrendo a aquisição originária de controle quando este não existia anteriormente no patrimônio de uma outra pessoa, e a aquisição derivada quando ocorre a aquisição de um controle anteriormente existente. Veja-se, sobre o tema, o parecer de José Luiz Bulhões Pedreira, "Aquisição de Controle de Companhia Aberta", publicado em Lamy Filho, Alfredo. Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Vol. I, Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 609-683.

[83] Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da Rocha denomina de fato aquisitivo originário inicial a subscrição de ações na constituição da companhia, e de fato aquisitivo originário subseqüente a subscrição posterior de ações. Rocha. Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. p. 32.

A companhia, por outro lado, possuiria capacidade jurídica para subscrever ações próprias em um aumento de capital, pois já estaria devidamente constituída, gerando uma espécie de auto-subscrição. Em princípio, a subscrição de novas ações em um aumento é uma forma de aquisição de ações permitida pela alínea "b" do §1º do art. 30 da Lei das S.A., que a exclui da vedação inicial à negociação a aquisição de ações.

Entretanto, antes de concluir pela possibilidade da operação, é necessário observar o capital social da companhia que realizasse tal subscrição, considerando ser este o bem que o legislador buscou proteger ao autorizar operações de recompra. A autorização para a companhia subscrever e integralizar suas próprias ações, acarretaria a formação de capital social ficto, pois a integralização não corresponderia a uma efetiva entrada de capital[84]. Considerando que o que se espera, em um aumento de capital, é o real ingresso de recursos na companhia, as quantias utilizadas pela própria sociedade para a integralização do capital resultariam de montantes pré-existentes em seu patrimônio. Tal possibilidade subverteria o instituto do aumento de capital, violando o princípio da realidade do capital social, segundo o qual o capital deve corresponder às cifras efetivamente ingressadas na companhia.

O mesmo raciocínio aplica-se ao exercício do direito de preferência para a subscrição de novas ações em aumento de capital quando a companhia tiver ações em tesouraria. Como explicam os autores do projeto da Lei das S.A., "*a criação de ações mediante subscrição pressupõe a formação de capital com dinheiro ou bens transferidos do patrimônio do subscritor que acrescem ao patrimônio da companhia.*"[85]. Desta forma, apesar da Lei das S.A. ter mencionado apenas a suspensão do direito de voto e ao recebimento de dividendo, entende-se que o direito de

---

[84] Há apenas uma exceção, prevista no §4º do art. 107, da Lei das S.A., que estabelece que a companhia pode integralizar as próprias ações na hipótese de insucesso de cobrança do acionista remisso. Como explica Nelson Eizirik, "*estabelece o §4º uma exceção à proibição da companhia de negociar com as próprias ações (artigo 30, §1º, alínea "b"), tendo em vista que lhe faculta integralizar ações do acionista remisso com lucros ou reservas disponíveis, exceto a legal. As ações permanecerão em tesouraria ou serão canceladas, sem diminuição do capital social. Caso a companhia não tenha lucros e reservas disponíveis para adquirir as ações ou sendo insuficiente o seu valor, terá o prazo de 1 (um) ano para vender a terceiros as ações caídas em comisso. Findo esse prazo e não tendo sido encontrado comprador, a assembleia geral deliberará sobre a redução do capital em importância correspondente.*" (Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 329).

[85] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 555.

preferência para a subscrição de novas ações também restará suspenso enquanto as ações estiverem em tesouraria. Os direitos das ações mantidas em tesouraria serão estudados no item II.5.3.2. adiante.

Desta forma, apesar de não estar expressamente vedada no direito brasileiro, entendemos não ser possível a aplicação do instituto da auto-subscrição de ações em nosso ordenamento. Proposta diferente, por outro lado, foi realizada no direito europeu, pois a Segunda Diretiva do Conselho da União Européia[86] proibiu expressamente, em seu art. 18, a subscrição de ações de emissão própria pela própria companhia[87].

Há, entretanto, cenário em que a companhia poderá receber originariamente ações de sua própria emissão – trata-se da hipótese de distribuição de ações bonificadas criadas pela capitalização de lucros ou reservas. José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho explicam que, no caso da bonificação ocorrer através de acréscimo do valor nominal das ações, as ações mantidas em tesouraria também terão seu valor nominal aumentado, pois a companhia não pode ter ações emitidas com valores nominais diversos. Já havendo a distribuição de novas ações bonificadas, as ações em tesouraria também devem ser acrescidas, pois o intuito da Lei das S.A., ao autorizar a capitalização de lucros ou reservas para distribuição de ações novas, não foi alterar o percentual de participação dos acionistas no capital social. Lembre-se, ademais, que tal operação não afeta o capital social e, caso apenas as ações em circulação fossem bonificadas, os acionistas passariam a deter maior porcentagem de participação na sociedade após a bonificação[88]. O acréscimo da ações mantidas em tesouraria através de

---

[86] "*A directiva é, juntamente com o regulamento, o instrumento de acção mais importante da União Europeia. Trata-se de um acto através do qual se procura conciliar a necessária unidade do direito da União com a manutenção das diversas peculiaridades nacionais. Assim, o principal objectivo da directiva não é (como no caso do regulamento) a unificação do direito, mas antes uma aproximação das diversas legislações que permita eliminar as contradições entre as disposições legislativas e administrativas dos Estados-Membros ou suprimir paulatinamente as diferenças, de modo a que sejam criadas nos diversos Estados-Membros condições tão idênticas quanto possível. Em consequência, a directiva é um dos instrumentos básicos para a consecução do mercado interno.*" (Borchardt, Klaus-Dieter. O ABC do Direito da União Européia. Luxemburgo: Serviço das Publicações da União Européia. 2011, disponível para consulta em http://eur-lex.europa.eu/pt/editorial/abc.pdf, acessado em 6 de novembro de 2012, p. 95).

[87] Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da Rocha explica haver proibição análoga nos principais ordenamentos comunitários como o alemão, inglês, italiano, francês, espanhol e português. Rocha. Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. p. 127-129.

[88] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 556.

sua bonificação não deixa de ser, contudo, uma forma de aquisição originária de ações pela companhia[89].

II.3.2. Aquisição derivada

Ainda com base nos conceitos inicialmente propostos, na aquisição derivada de ações a companhia receberia ações de sua própria emissão já subscritas, integralizadas e em circulação, transferidas pelo titular anterior das mesmas. Tal forma de aquisição pode ocorrer de forma gratuita ou onerosa.

Permite-se, no Brasil, a aquisição derivada de ações desde que satisfeitas determinadas condições legais para tanto. Tal autorização é expressa na alínea "b" do §1º do art. 30 da Lei das S.A., podendo ocorrer por doação ou de forma onerosa, "*desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social*". As ações recebidas pela companhia podem ser canceladas ou mantidas em tesouraria, hipótese em que não terão direito a dividendo ou a voto.

Sobre a aquisição derivada de ações por doação[90], não restam maiores duvidas, pois neste caso não há a saída de recursos da companhia receptora dos títulos, não havendo ameaça à integridade do capital social. As ações adquiridas por doação pela companhia, assim como as recebidas em operação onerosa, poderão permanecer em tesouraria, ou ser canceladas.

O relatório *Report on Stock Repurchase Programs*[91], elaborado pelo Comitê Técnico da IOSCO, identificou como cinco os principais métodos globalmente utilizados para a aquisição derivada de ações de emissão própria de forma onerosa. São eles: (i) a oferta pública a preço fixo (*fixed-price self-tender offer*); (ii) a oferta pública

---

[89] O Processo n° RJ2008/6446, tratou de consulta formulada pelo Unibanco S.A. e Unibanco Holdings S.A., solicitando a confirmação da CVM a respeito da possibilidade de as ações em tesouraria das companhias virem a ser bonificadas, tais como as ações em circulação. O Colegiado da Autarquia, em Reunião realizada em 25 de novembro de 2008, em nosso ver de forma acertada, manifestou-se, por maioria, pela necessidade de ações em tesouraria serem bonificadas, a despeito da Nota Explicativa à Instrução CVM nº 10/80 ser expressa em vedar tal possibilidade.

[90] Lembre-se que na doação onerosa de ações, ou seja, na doação com encargos, o encargo imposto deve ser observado pois, nesta hipótese, a doação pode se aproximar de uma aquisição onerosa de ações.

[91] International Organization Of Securities Commissions – IOSCO. Report On "Stock Repurchase Programs". Disponível para consulta em http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf (acessado em 5 de outubro de 2012).

com *dutch-auction* (*dutch auction self-tender offer*); (iii) a aquisição em mercado (*open market repurchase program*); (iv) a aquisição privada (*off-market or over-the-counter repurchases*); e (v) a aquisição realizada através de operações com derivativos (*derivative-based share repurchases*).

Os dois primeiros métodos são ofertas realizadas pela companhia e diferenciam-se, principalmente, pela metodologia do preço ofertado. Na oferta pública a preço fixo, a administração estabelece o número de títulos que pretende adquirir, o prazo para a realização da oferta e o preço que deseja pagar por ação. Tal modalidade, atualmente prevista no §4°, do art. 4º, da Lei das S.A., e na Instrução CVM nº 361/02, é utilizada no Brasil sob a denominação de oferta pública de aquisição de ações por companhia aberta para cancelamento de registro, e permite à própria companhia efetuar oferta pública de aquisição de suas próprias ações para o fechamento de seu capital social. Como já referido no item II.1.2.3. acima, aplica-se também a tal oferta a Instrução CVM nº 10/80, por tratar de aquisição de ações de emissão própria por companhia aberta[92].

A segunda modalidade de oferta, conhecida como *dutch-auction*, trata-se de operação em que a administração define o número de ações que a companhia pretende adquirir, a data de duração do programa de aquisição e um intervalo de preço por ação. Com as informações disponíveis os acionistas ofertam à companhia suas ações por um preço dentro do intervalo inicialmente fixado, e a companhia paga o mesmo valor aos acionistas que ofertaram suas ações por aquele preço, ou por preço inferior. As ações pertencentes aos acionistas que as ofereceram por valor superior ao fixado pela companhia não são adquiridas. Esta forma de aquisição de ações de emissão própria encontra impedimentos de ordem regulamentar no Brasil, pois esbarra em certas disposições inicialmente[93] impostas pela Instrução CVM nº 10/80 como, por exemplo, a

[92] Como já referido, Buscando resolver eventuais conflitos normativos que poderiam surgir das limitações previstas para operações de recompra de ações por companhias abertas na Instrução CVM no 10/80, e das regras aplicáveis às ofertas públicas na Instrução CVM no 361/02, o § único do art. 16 desta última norma previu que os limites de negociação com as próprias ações estabelecidos pela CVM (ou seja, na Instrução CVM no 10/80) somente incidirão caso não seja alcançada na oferta pública para fechamento de capital a aceitação de acionistas titulares de mais de 2/3 das ações em circulação, podendo também igual número de acionistas concordar expressamente com o cancelamento do registro.

[93] Fazemos referência a limitações inicialmente impostas pela Instrução CVM no 10/80, porque o art. 23 desta mesma instrução prevê que a CVM poderá dispensar de certos requisitos em casos especiais e plenamente circunstanciados, desde que não sejam as vedações impostas pelo art. 2º da referida norma.

obrigação de realização de operações de recompra de ações em bolsa, e a preço de mercado.

A faixa de valores fixada pela companhia, normalmente, possui ágio sobre o mercado, para que os acionistas que desejem vender seus títulos não optem por fazê-lo em bolsa. Ambas as modalidades de oferta são métodos que permitem que a companhia recompre a quantidade desejada de ações através de uma única operação, e garante aos acionistas tratamento igualitário, pois atribui a todos igual oportunidade de alienar seus títulos.

O terceiro método apontado pela IOSCO, a aquisição de ações em mercado, trata-se da modalidade atualmente autorizada no Brasil para a recompra de ações por companhias abertas, em conformidade com as regras estipuladas pela Instrução CVM nº 10/80. Consiste na aquisição de ações de emissão própria pela companhia em bolsa, pelo preço praticado, e obedecendo regras relativas à quantidade de ações que podem ser adquiridas e o programa de recompra de ações inicialmente aprovado pelo conselho de administração da companhia. Nesta hipótese a companhia age como qualquer outro investidor, pagando o preço de mercado das ações, não sendo, contudo, obrigada a adquirir a quantidade de ações primeiramente anunciada.

Trata-se do método de aquisição de ações de emissão própria mais utilizado, e proporciona flexibilidade para a companhia, tendo em vista que a administração acompanhará o preço praticado, assim como controlará o tempo e a quantidade das aquisições, que não poderão alterar bruscamente o preço de mercado. Ao atuar como um investidor comum, a companhia negociará com os acionistas alienantes de forma imparcial.

Já na hipótese de haver uma aquisição privada, a companhia recomprará suas ações de um número limitado de acionistas, através de transações selecionadas e previamente negociadas. Esta opção autoriza à companhia selecionar as ações que adquirirá, com quem contratará, assim como negociar o preço a ser utilizado. A aquisição privada de ações de emissão própria por companhias abertas não é proibida pela Lei das S.A., mas foi inicialmente vedada pela Instrução CVM nº 10/80 (art. 9º). O Colegiado da CVM, no entanto, e como veremos em item próprio, tem autorizado

operações que considera especial e plenamente circunstanciadas, utilizando-se da exceção prevista no art. 23 da referida norma. A realização de uma recompra privada deve ser realizada no melhor interesse da companhia, já que por definição não tratará igualitariamente os acionistas, tendo em vista que apenas uma parcela destes terá a oportunidade de alienar suas ações para a sociedade.

Por fim, através do quinto e último método descrito no relatório da IOSCO, a companhia adquire ações de emissão própria através da realização de operações com derivativos[94], ou seja, a companhia negocia com algum instrumento derivativo que, ao final da operação, lhe atribuirá suas ações. Deve haver, portanto, a liquidação física do contrato. Trata-se da hipótese da companhia, por exemplo, ao invés de adquirir suas ações diretamente em bolsa, negociar com opções de compra ou venda de suas ações[95], ou seja, negociar com instrumentos derivativos que lhe atribuem direitos de comprar ou vender suas ações a um preço previamente determinado. Detentora uma opção de compra, a companhia pode optar, em certa data, a exercer a opção e adquirir a ação por valor anteriormente estipulado – trata-se, portanto de uma promessa unilateral de venda. Já no caso de uma opção de venda, o adquirente opta, em determinada data, a vender ou não sua ação para a companhia – trata-se, portanto, de uma promessa unilateral de compra. A negociação de ações de sua própria emissão por companhias abertas mediante operações com opções é autorizada no Brasil, sendo regulada pela CVM através da Instrução CVM nº 390/03, que será objeto de aprofundamento adiante.

Já as companhias fechadas possuem mais liberdade, e podem adotar quaisquer formas de aquisição de ações de sua própria emissão, inclusive uma oferta privada, excetuando-se, contudo o método de aquisição em mercado, por não terem suas ações

---

[94] Conforme definido por Marcos Paulo de Almeida Salles, derivativos são "*negócios jurídicos realizados em determinados mercados, nos quais a formação dos preços do objeto é derivada, decorrente dos preços do mesmo objeto em outros mercados.*" Salles, Marcos Paulo de Almeida. O Contrato Futuro. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000. p. 40. Os instrumentos principais de derivativos são os contratos a termo, os futuros, os swaps e as opções.

[95] "*Há basicamente dois tipos de opções: calls (opções de compra) e puts (opções de venda). Na opção de compra, o detentor (titular ou comprador da opção) tem o direito de comprar um ativo em certa data por determinado preço. Na opção de venda, o detentor tem o direito de vender um ativo em certa data por determinado preço. O preço do contrato (valor futuro pelo qual o bem será negociado) é conhecido como preço de exercício (strike price ou exercise price) e sua data (o dia em que a posição será exercida) é conhecida como data de vencimento (expiration data, exercise data ou maturity). Uma opção européia pode ser exercida somente na data do vencimento. Uma opção americana pode ser exercida a qualquer momento, até o vencimento.*" Hull, John. Introdução aos Mercados Futuros e de Opções. 2a edição. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros e Cultura Editores Associados, 1996. p. 4.

negociadas publicamente. De qualquer forma, o método mais utilizado por tais companhias, por sua natureza, é a aquisição privada de ações.

II.3.3. Operações semelhantes

Buscaremos analisar, no presente item, operações que, apesar de não estarem dentro da previsão da alínea "b" do §1º do art. 30 da Lei das S.A., poderão ocasionar o recebimento de ações de emissão própria por uma companhia, ou poderão ter resultados semelhantes a uma recompra de ações e, portanto, merecem nossa atenção. Não possuímos, contudo, qualquer pretensão de esgotar o tema, pois além da diversidade de operações possíveis, haveríamos que acompanhar a dinâmica da criatividade dos operadores do direito e do mercado. Selecionamos, desta forma, as operações semelhantes que nos pareceram mais relevantes para o nosso estudo.

II.3.3.1. Recebimento de ações de emissão própria em garantia

A primeira análise proposta trata-se da proibição do recebimento pela companhia de suas próprias ações em garantia, operação vedada pelo §3º do art. 30 da Lei das S.A., havendo a exceção apenas para o recebimento de ações para assegurar a gestão de seus administradores.

O impedimento para que a companhia receba suas ações em garantia é bastante simples, e se explica porque ao aceitar ações de emissão própria em garantia de obrigações de terceiros, a companhia estaria recebendo uma parcela de seu próprio patrimônio. Assim, caso fosse necessário executar a garantia, e não havendo potenciais compradores, ocorreria a respectiva adjudicação[96] das ações, o que representaria uma forma de negociação com ações de sua própria emissão não autorizada pelo art. 30 da Lei das S.A.[97]. O Código Penal Brasileiro previu, inclusive, pena de reclusão, de um a

[96] Explica Orlando Gomes que a adjudicação trata-se de um modo involuntário e forçado de transmissão da propriedade. Neste caso, o exequente incorpora ao seu patrimônio o bem penhorado em garantia. O ato judicial determina a transmissão coativa do bem, e o direito do proprietário anterior é, portanto, extinto contra a sua vontade. Gomes, Orlando. Direitos Reais. 18ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2001. p. 185-186.

[97] Como explicam os co-autores da Lei das S.A., a proibição para que a companhia receba ações de sua emissão em garantia "*se explica porque se, na excussão do penhor, não há compradores, a única solução é sua adjudicação à companhia.*" (Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das

quatro ano, além de multa, para o administrador "*que, como garantia de crédito social, aceita em penhor ou em caução ações da própria sociedade*"[98].

Há, entretanto, exceção para as ações recebidas pela companhia para assegurar a gestão de seus administradores. O requerimento de garantia de gestão está previsto no art. 148 da Lei das S.A., sendo faculdade da companhia estabelecê-lo através de previsão estatutária. Entretanto não vemos, sob a ótica da companhia, diferença na forma de execução de ações recebidas em garantia da gestão de um administrador – podendo esta ser, inclusive, realizada por um terceiro em nome do administrador – e da execução de ações recebidas em garantia de outras relações, caso fosse possível[99]. O que o legislador buscou, pensamos, foi evitar maiores abusos, que poderiam chegar ao estremo de uma companhia ter todas as ações de sua emissão garantindo obrigações com si própria. Mas, como na vigência do Decreto-Lei nº 2.627/40 a caução era obrigatória (art. 28), o legislador buscou facilitar a aceitação de suas obrigações pelos administradores, facilitando a prestação de garantia.

A prestação de garantia pelos administradores é, atualmente, facultativa e consiste em exigência pouco verificada na prática. Conforme explica Nelson Eizirik, "*ou a garantia é simbólica ou, se substancial, afasta os administradores profissionais, por indisponibilizar bens seus de alto valor.*"[100] Isso porque, em geral, o tamanho dos negócios de uma companhia são desproporcionais quando comparados aos valores que um administrador comum poderia caucionar com bens próprios. Ademais, atualmente tornou-se bastante comum a contratação por companhias de seguros de responsabilidade de seus administradores, conhecidos como *Directors and Officers Liability Insurance (D&O)*.

Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 548).

[98] Art. 177, §1º, inciso V, do Código Penal Brasileiro (Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940).

[99] Para Modesto Carvalhosa, haveria diferença entre as duas garantias, pois ao receber ações caucionando a gestão de seus administradores, a companhia "*não o faz em virtude da relação contratual, mas sim de fidúcia, como uma forma de seguro de fidelidade do administrador. Diferencia-se, portanto, da caução por obrigação unilateral ou bilateral.*" Carvalhosa, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 1° Volume, 6ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 416.

[100] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 329.

II.3.3.2. Participações recíprocas

Outra disposição que pretendemos analisar, trata-se da vedação da Lei das S.A. à participação recíproca entre uma companhia e suas coligadas[101] ou controladas[102], estabelecida no art. 244[103], excetuando-se o caso em que ao menos uma das companhias participa da outra nas condições em que a Lei das S.A. autoriza a aquisição das próprias ações (art. 30, §1º, alínea "b")[104]. Os §§ 4º, 5º e 6º do art. 244 fazem referência tanto a ações como a quotas, o que sugere que a vedação à participação recíproca atinge tanto sociedades anônimas como limitadas.

A norma proíbe, inicialmente, que uma companhia controle outra e, esta segunda, a controlada, tenha concomitantemente participação no capital de sua controladora. O mesmo aplica-se no caso da segunda companhia ser coligada à primeira. Ou seja, em princípio, apenas a controladora pode participar do capital da controlada, e apenas a coligada investidora pode participar do capital da investida. A razão para a vedação é a proteção ao capital social das companhias, pois a participação recíproca tem resultado similar à aquisição e ações de emissão própria, ou seja, pode

---

[101] Nos termos dos §§1º, 3º e 4º do art. 243 da Lei das S.A., são coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa. Para tanto, considera-se haver influência significativa quando a investidora detenha ou exerça o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la. Ademais, é presumida a influência significativa quando a investidora for titular de 20% ou mais do capital votante da investida, sem contudo controlá-la.

[102] Nos termos do §2º do art. 243 da Lei das S.A., "*considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.*".

[103] Os relacionamentos entre sociedades não foram tratados no Decreto-Lei n° 2.627/40. A Exposição Justificativa que acompanhou o projeto da Lei das S.A. ao Congresso Nacional, dispôs que "*no seu processo de expansão, a grande empresa levou à criação de constelações de sociedades coligadas, controladoras e controladas, ou grupadas – o que reclama normal especificas que redefinam, no interior desses grupamentos, os direitos das minorias, as responsabilidades dos administradores e as garantias dos credores.*" (Lamy Filho, Alfredo. Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Vol. I, Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 253). A partir de então, a Lei das S.A. passou a regular o tema sob dois regimes distintos, levando em consideração o grau pretendido de interação das sociedades envolvidas. São eles os grupos de fato, onde "*a sociedade controladora e os administradores de cada sociedade devem zelar para que uma não favoreça outra com prejuízo próprio*", e os grupos de direito, onde "*a lei admite cooperação mais intensa, inclusive com subordinação do interesse de uma sociedade ao de outra*" (Bulhões Pedreira, José Luiz. Direito das Companhias. Vol. II. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 1924).

[104] À época da entrada em vigor da Lei das S.A., existiu uma exceção de caráter temporário prevista no §3º, do art. 296. Nos termos deste dispositivo, as companhias existentes em deveriam eliminar, no prazo de 5 anos contatos da data de entrada em vigor da Lei das S.A., as participações recíprocas anteriormente detidas, e que passaram a ser proibidas pelo art. 244. Há também outra exceção de caráter temporário, esta prevista no §5º do art. 244 da Lei das S.A., que trata da participação recíproca decorrente de operações de incorporação, fusão ou cisão, ou da aquisição, pela companhia, do controle de sociedade, e deve ser eliminada dentro do prazo de 1 ano.

reduzir "*o capital social que efetivamente existe no patrimônio da companhia*"[105]. A participação recíproca pode induzir "*em erro aqueles que dão crédito à companhia, ou negociam suas ações, sobre a quantidade de capital social nela efetivamente existente, uma vez que na participação recíproca uma mesma quantidade de capital financeiro forma o capital social de duas sociedades distintas*"[106]. Imagine-se, se possível fosse, a hipótese de duas companhias adquirirem grande parte do capital social uma da outra. Neste caso, apesar de haver suas sociedades, existiria praticamente um patrimônio para representá-las[107]. E, ademais, se ambas exercerem os respectivos direitos de voto, haveria a anulação da influência de uma sobre a outra, razão pela qual a Lei das S.A. optou por suspender o direito de voto das ações do capital da controladora, de propriedade da controlada (§2º do art. 244).

Assim, como exceção à proibição inicial, a participação entre companhias é permitida quando forem observadas as regras referentes à aquisição de ações de emissão própria. São, portanto, as duas situações sinteticamente descritas por Nelson Eizirik: "*(i) para permanência de ações em tesouraria, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, sem diminuição do capital social; ou (ii) para o recebimento das ações em doação. A hipótese prevista no artigo 30, §1º, alínea "b", de aquisição para cancelamento, não se aplica na participação recíproca entre coligadas em que uma sociedade não pode deliberar o cancelamento das ações da outra*"[108].

Adicionalmente, aplica-se o disposto no § 2º do art. 30 da Lei das S.A., à aquisição de ações de companhia aberta por suas coligadas e controladas (§3º do art. 244). Ou seja, aquisições realizadas desta forma obedecerão, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela CVM, especialmente a Instrução CVM nº 10/80.

---

[105] Bulhões Pedreira, José Luiz. Direito das Companhias. Vol. II. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 1927.
[106] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 548.
[107] Como explica Ascarelli, a participação recíproca pode constituir fraude à integridade do capital social. Ascarelli, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: Saraiva & Cia., 1945. p. 539.
[108] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 349.

II.3.3.3. Fusão, cisão ou incorporação

Deve-se, ainda, analisar a possibilidade da companhia receber suas próprias ações em decorrência de uma operação de fusão, cisão ou incorporação, caso, na hipótese de fusão, a sociedade fundida possua ação da companhia que receberá seu patrimônio ou, na hipótese de incorporação ou cisão com incorporação de parcela cindida em outra sociedade, a incorporada ou cindida possuam participação no capital da sociedade incorporadora.

Para os autores da Lei das S.A. tais operações não foram excetuadas no §1º do art. 30 "*porque a aquisição das próprias ações resulta, nesses casos, de sucessão universal em patrimônio ou parcela de patrimônio de outra sociedade, e não de sucessão singular de ações*"[109].

O entendimento da questão torna-se bastante simples pelas palavras de José Luiz Bulhões Pedreira, que explica que "*para compreender esse efeito é necessário ter presente que quando uma sociedade é sócia de outra a soma dos dois capitais sociais é, por definição, superior à importância de capital que existe efetivamente no conjunto das duas sociedades, porque a aplicação do capital social de uma na formação do capital social da outra faz com que a mesma quantidade de capital financeiro seja computada como parte dos capitais sociais de ambas*"[110].

Entende-se, portanto, não haver redução do capital social nas hipóteses de fusão, incorporação ou cisão com incorporação da parcela cindida, tendo em vista que todos os elementos patrimoniais de ambas as sociedades envolvidas continuarão a existir na sociedade remanescente. As ações podem, assim, ser livremente recebidas, pois não há afetação da garantia dos credores, já que não ocorrerá a transferência de bens para os acionistas das sociedades envolvidas. Trata-se, portanto, de situação diversa da que ocorreria caso a companhia adquirisse suas próprias ações, hipótese que a sociedade acabaria por transferir certa quantia como pagamento para o antigo titular das ações tendo, consequentemente, seu patrimônio reduzido.

---

[109] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 554.
[110] Lamy Filho, Alfredo. Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Pareceres. Vol. II, 2º Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 597.

II.3.3.4. Operações de swap

Outra operação que merece nossa referência é a celebração de determinado contrato de swap entre uma instituição financeira e uma companhia aberta com ações admitidas à negociação. Conforme definição de Rachel Sztajn, o swap "*é o contrato pelo qual as partes ajustam a permuta de fluxos de caixa futuros, de acordo com fórmula predeterminada*"[111]. Nos interessa, para os fins do presente trabalho, os contratos de swap com liquidação financeira por diferença[112], em que são permutados fluxos financeiros decorrentes, de um lado, da valorização ou desvalorização do preço das ações de emissão da própria companhia e, de outro lado, algum índice financeiro, ambos apurados em um mesmo período[113].

A companhia, em geral, ao celebrar tal contrato de swap, acredita na valorização do preço de suas ações[114] em um determinado tempo, aumento este calculado sobre a média das cotações no período. O banco, por sua vez, acredita que a variação da taxa por ele escolhida será mais benéfica do que a variação da cotação das ações acertada. O pagamento ocorrerá apenas pela diferença dos valores aferidos, por quem não obtiver ganho na operação.

---

[111] Sztajn, Rachel. Futuros e Swaps: uma Visão Jurídica. São Paulo: Cultural Paulista, 1998. p. 215. O Conselho Monetário Nacional também definiu as operações de swap como "*aquelas realizadas para liquidação em data futura que impliquem na troca de resultados financeiros decorrentes da aplicação, sobre valores ativos e passivos, de taxas ou índices utilizados como referenciais*". Tal definição estava no art. 1º, §1º, inciso I da Resolução CMN nº 2.873, de 26 de julho de 2001, mas que encontra-se atualmente revogado.

[112] Neste caso o pagamento é pecuniário, calculado pela fórmula acordada. Nas palavras de Oscar Barreto Filho, permite-se, em certas operações, "*que, ao invés da entrega efetiva das mercadorias negociadas, se proceda à chamada liquidação por diferença, mediante o pagamento da variação entre a cotação do registro do contrato e a do dia anterior ao da liquidação*." (Barreto Filho, Oscar. As Operações a Termo Sobre Mercadorias ("Hedging") in Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro. n° 29, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979. pp. 11-12). O Código Civil Brasileiro, por sua vez, prevê os contratos diferenciais em seu art. 816: "*as disposições dos arts. 814 e 815 não se aplicam aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste*". Não há questionamentos, portanto, sobre a eficácia de tais disposições.

[113] Encontramos referências a tal operação como *equity swap* ou *total return swap*. Os swaps podem ser dos mais variados tipos não havendo, segundo explica John Hull, limites para os contratos que podem ser desenvolvidos, sendo a sua fórmula mais comum a que envolve a troca de fluxos de caixa. O autos explica várias das operações possíveis, e suas respectivas características – plain vanilla, swap de moeda, swap de commodities, entre outros, em Hull, John. Introdução aos Mercados Futuros e de Opções. 2ª edição. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros e Cultura Editores Associados, 1996. pp. 151-176.

[114] Espera-se que uma companhia não celebre contratos sustentando a desvalorização de suas próprias ações.

Com esta operação, a companhia pode investir indiretamente na cotação de suas ações, sem contudo efetivamente adquiri-las, seja porque não deseja, seja porque não pode investir em seus títulos naquele momento[115]. Já a instituição financeira, por sua vez, pode contratar a operação a descoberto, sem adquirir ações da companhia como hedge, ou pode comprar ações em bolsa para lastrear o contrato.

Entende-se que, por não haver a efetiva aquisição de ações de sua própria emissão pela companhia, não aplica-se ao caso as regras relativas à recompra de ações. Nas palavras de José Alexandre Tavares Guerreiro, "*no que tange à disciplina da Instrução nº 10, ressalta-se que o contrato de swap celebrado tem liquidação exclusivamente financeira, de modo que em momento algum, quando de seu vencimento, a companhia contratante corre o risco de adquirir ações de sua emissão. Em face disso, não há incidência do regime previsto na Instrução nº 10 na hipótese delineada. Igualmente não há incidência a Instrução nº 390, pois essa regulamenta a emissão de opções, que é negócio derivativo tal e qual o swap, porem com esse não se confundindo.*"[116].

Não há duvidas, neste sentido, que a Instrução CVM nº 10/80 regulamenta apenas as operações que efetivamente adquiram as ações, e que a Instrução CVM nº 390/03 trata de opções, derivativos diversos do swap. Contudo, deve-se também considerar se os aspectos que levaram o legislados a vedar inicialmente a negociação por uma companhia com ações de sua emissão, assim como a CVM a regular a matéria, poderiam ser identificados no presente caso.

A primeira preocupação do legislador, já amplamente referida no presente trabalho, e que será aprofundada no item II.7.1. adiante, trata-se da manutenção do

---

[115] Operações com derivativos são, em geral, realizadas com duas finalidades: investimento (especulação) ou proteção (hedge). São realizadas como investimento quando o agente acredita que na valorização de certo ativo, mas não pode, ou não deseja, investir na sua aquisição. Já como proteção, são utilizados basicamente quando um agente está exposto ao risco de certo ativo, e deseja contratar proteção contra a diferença da variação de preços desse ativo em relação a outro ativo. Otavio Yazbek identifica um terceiro tipo de agente além do investidor e do especulador: o arbitrador. Trata-se do "*participante que atua em diferentes mercados a fim de obter ganhos decorrentes de diferenciais de preços entre eles*." (Yazbek, Otavio. Regulação do Marcado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 108).

[116] Guerreiro, José Alexandre Tavares. Contratos Coligados, Swap, Vedação de Negociação com as Próprias Ações e Proibição de Comportamento Contraditório *in Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. pp. 317-382.

capital social da companhia. Sobre esta questão, a celebração de swap pela sociedade, tendo em vista não haver a possibilidade de sua liquidação física, não poderá resultar na efetiva aquisição de ações e, portanto, não afetará o capital social da companhia.

A segunda preocupação do legislador refere-se à possibilidade de manipulação de preços nas operações realizadas por companhias abertas, em prejuízo aos seus investidores. Quanto a esta possibilidade, não há como negar que possa haver riscos para os investidores. Isso porque, como já referido, a instituição financeira pode vir a adquirir ações da companhia em bolsa para se proteger de eventuais oscilações de preço do contrato. Neste sentido, se a cotação das ações subirem, o banco possivelmente será o devedor do swap, mas terá em sua carteira as ações da companhia que se valorizaram que podem ser alienadas para compensar o prejuízo da contratação. Por outro lado, caso a cotação das ações caia, o banco perde valor nos títulos adquiridos, mas possivelmente passará a ser o credor do contrato de swap.

Assim, apesar da companhia não adquirir diretamente suas ações, estará celebrando um contrato que, possivelmente, levará a instituição financeira a adquiri-las, e a atuação direta de um agente no mercado comprando ações tende a influenciar sua cotação. Neste sentido, a Instrução CVM n° 358/02 considera como fato relevante qualquer ato que possa influir na "*na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados*" (art. 2º, inciso I). Recomenda-se, portanto, que a celebração do contrato de swap seja divulgada para que o mercado entenda a atuação do banco, e para que as aquisições pela instituição financeira não possuam como resultado apenas a sustentação de preços dos papéis. Lembramos neste sentido, para fins de comparação, que a contratação pela companhia de terceiro para negociar com suas ações não é irregular. Veja-se, por exemplo, a possibilidade da contratação de formadores de mercado pela companhia[117], assim como que tais contratações devem ser devidamente informadas ao mercado.

Por fim, outra questão que se põe, e que também refere-se à aquisição de ações de uma companhia aberta por instituição financeira para fins de hedge de contrato de

[117] Agentes que se propõem a garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos previamente credenciados, fatores de destaque na análise da eficiência no mercado de capitais. São regulados pela Instrução CVM nº 384, de 17 de março de 2003.

swap com liquidação financeira, é a liquidez de tais papéis na bolsa de valores. Isso porque, se fossem adquiridas pela própria companhia emissora, as ações seriam consideradas fora de circulação (o conceito de ação em circulação será explorado no item II.5. adiante).

No entanto, ao serem adquiridas por um banco, tais ações continuam a ser consideradas em circulação, apesar da finalidade do investimento ser lastrear contratos de swap celebrados com a própria companhia, e não participar da companhia como acionista. Assim, caso a instituição financeira não exerça os direitos políticos da ação, as ações adquiridas assemelham-se às ações em tesouraria, sem contudo serem consideradas como tal, pois estão "em circulação", apesar de não serem negociadas no mercado secundário. A situação torna-se mais delicada, por exemplo, se a companhia aberta já mantiver o limite de 10% das ações da mesma classe adquiridas pela instituição financeira em tesouraria[118]. Neste caso, a operação realizada pelo banco em função de sua contratação com a companhia agravará a redução da liquidez das ações da companhia no mercado, podendo dificultar, inclusive, o alcance de certos quoruns legais pelos acionistas minoritários da companhia, como por exemplo o direito das ações preferenciais elegerem um conselheiro de administração em eleição em separado previsto no §4º do art. 141 da Lei das S.A.

Por todo o exposto, é possível concluir que a celebração de contratos de swap por liquidação financeira referenciados na cotação das ações da companhia, ou mesmo a autorização administrativa para a celebração, apesar de não seguirem as regras específicas das operações de recompra de ações, devem ser divulgados pela companhia sob pena de serem considerados manipulação de mercado, pois podem influenciar diretamente na cotação de suas ações, bem como na decisão dos investidores em adquiri-las.

II.4. Cancelamento das ações

Ao adquirir ações de emissão própria, a companhia pode optar por mantê-las em tesouraria, ou por seu cancelamento. Desta forma, se a companhia possuir ações sem

[118] Limite estabelecido no art. 3º da Instrução CVM nº 10/80.

valor nominal, o cancelamento implicará apenas na diminuição do número de ações constante do estatuto social. Por outro lado, havendo valor nominal, diminui-se o número de ações, modificando-se o seu valor nominal, ou seja, o novo valor será representado pela divisão do valor do capital social, pelo novo número de ações existentes após o cancelamento[119]. O cancelamento de ações, portanto, não implicará na alteração do valor da cifra do capital social da companhia.

Ademais, o cancelamento de ações de emissão própria mantidas em tesouraria não alterará a proporção da participação dos acionistas no capital social da companhia, mas poderá modificar o valor patrimonial[120] das ações remanescentes caso o custo de aquisição por ação seja superior ou inferior ao valor patrimonial por ação antes da recompra. Isso porque o patrimônio líquido da companhia é reduzido definitivamente com o cancelamento das ações, por conta da reservas aplicadas na operação. Já no caso do cancelamento de ações adquiridas gratuitamente, reduz-se o número de ações em que se divide o capital social, sem a respectiva redução do patrimônio líquido da companhia havendo, portanto, o respectivo aumento do valor patrimonial das ações remanescentes[121].

A Instrução CVM nº 10/80 estabeleceu que, para as companhias abertas, o estatuto social poderá atribuir expressamente poderes para que o conselho de administração autorize a aquisição de ações de emissão própria pela companhia para efeitos de cancelamento, ou permanência em tesouraria para posterior alienação. A mesma previsão pode também ser estipulada no estatuto social de uma companhia fechada, evitando quaisquer discussões a respeito de qual órgão social será responsável por deliberar sobre a recompra de ações.

Maiores discussões podem surgir a respeito de que órgão será o responsável pela deliberação do cancelamento das ações adquiridas, tendo em vista que o procedimento implicará alteração estatutária, pois haverá a redução do número de ações em que se divide o capital social. Neste sentido, considerando que a aquisição de ações de emissão

---

[119] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 550.
[120] Divisão do valor do patrimônio liquido da companhia pelo número de ações de seu capital social.
[121] Carlos Eduardo. Estudo sobre o artigo 30 da Lei das S/A. in Opiniões Jurídicas, Rio de Janeiro: Forense, 2002. pp. 34-35.

própria faz parte da fixação geral dos negócios da companhia, não haveria sentido em delegar ao conselho de administração poderes para decidir apenas sobre a aquisição, mas não sobre a manutenção, alienação ou cancelamento das mesmas ações. Assim, estabelecida no estatuto social competência para que o conselho de administração delibere sobre a aquisição, manutenção, alienação e cancelamento de ações de emissão própria, tal órgão poderá autorizar o cancelamento de ações. Contudo, tendo em vista que a alteração estatutária é de competência exclusiva da assembleia geral (art. 122, inciso I da Lei das S.A.), a redução do número de ações que compõem o capital social no estatuto deverá ser posteriormente deliberada em assembleia geral. Desta forma, o procedimento de cancelamento de ações somente será completo depois da deliberação assemblear que altere o estatuto social da companhia[122]. Para as companhias abertas, a CVM assim se posicionou na decisão do Processo Administrativo RJ nº 2008/9839, em 11 de novembro de 2008[123][124].

II.5. Manutenção das ações em tesouraria

São denominadas em tesouraria[125] as ações adquiridas pela companhia que passam a integrar o seu patrimônio social, estando fora de circulação. Como já referido,

---

[122] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 550.

[123] Trata-se de decisão em que o Colegiado da CVM, contrariamente ao entendimento da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, manifestou-se no sentido de que a Instrução CVM nº 10/80 permite ao conselho de administração de uma companhia deliberar pelo cancelamento das ações mantidas em tesouraria, desde que: (i) haja autorização estatutária para o conselho deliberar sobre a aquisição de ações da companhia (para efeitos de cancelamento ou posterior alienação); e (ii) seja, posteriormente, convocada assembleia geral extraordinária para deliberar sobre a alteração da cláusula estatutária referente ao capital social da companhia.

[124] É possível fazer analogia com o aumento de capital social aprovado pelo conselho de administração no caso da companhia possuir capital autorizado. Apesar da previsão do art. 168 da Lei das S.A. de que o estatuto social pode conter previsão para que ocorra um aumento de capital sem a respectiva alteração estatutária há, assim como no cancelamento de ações em tesouraria, a necessidade de uma assembleia posterior para ajuste do estatuto. Em obra sobre o tema, José Alexandre Tavares Guerreiro entende que "*não deixa de haver certo artificialismo nessa solução, que procura conciliar a contradição legislada, já que, afinal, uma emissão de ações que deveria realizar-se independentemente de reforma estatutária (expressões textuais do art. 168) acaba por ter de, efetivamente, se formalizar por meio de uma reforma estatutária, ainda que posterior à emissão. Não é difícil verificar que tal dessincronia entre a emissão de ações novas e o seu necessário reflexo estatutário pode suscitar problemas de ordem prática, além do fato de representar, incontestavelmente, uma impureza teórica e conceitual. Em complemento, diga-se que nenhuma norma prescreve a obrigatoriedade de a primeira assembleia geral seguinte à emissão de ações efetuar a preconizada e imprescindível reforma estatutária. Tratar-se-ia, mais uma vez, de exigência sistemática, a sugerir a existência de uma regra implícita a respeito, o que coloca dificuldades de monta no plano das sanções e da responsabilidade. Haverá, pois, um momento em que o estatuto não espelhará o número das ações em que se divide o capital social, o que não se afina com o comando expresso do art. 11.*" (Guerreiro, José Alexandre Tavares. Regime Jurídico do Capital Autorizado. São Paulo: Editora Saraiva, 1984. pp. 103).

[125] A tesouraria é o componente de uma entidade (governamental, partidária, autárquica ou de qualquer

além das ações recompradas pela companhia, as ações reembolsadas também podem permanecer em tesouraria. Cumpre aqui diferenciar as ações "em circulação", das "ações em circulação no mercado". As primeiras tratam-se das ações que não estão na tesouraria da companhia, ou seja, são as ações que estão em poder dos acionistas. Já as ações em circulação no mercado foram definidas pela Lei das S.A. para os fins do disposto em seus arts. 4º e 4º -A. São estas todas as ações da companhia, menos as ações de propriedade do acionista controlador, diretores, conselheiros de administração e as mantidas em tesouraria[126].

Nas palavras de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "*a inscrição do nome do acionista no livro próprio acarreta a presunção, iuris tantum, da propriedade da ação nominativa ou escritural (Lei n. 6.404, arts. 31 e 35), que confere ao proprietário o estado de sócio – ou seja, a 'qualidade de sócio', como diz o art. 126 – integrado por um conjunto de direitos (art. 109) e obrigações (art. 106), que compõe o substrato intangível dessa situação objetiva – de que 'nem o estatuto social nem a assembleia poderão privar' (art. 109).*"[127]. Contudo, a manutenção de ações de emissão própria pela companhia em tesouraria traduz situação diversa da descrita por Leães no trecho transcrito acima. Isso porque, apesar de escrituradas em nome da sociedade, a propriedade das ações mantidas em tesouraria não atribui à companhia o estado de acionista de si própria, havendo, também, restrições ao conjunto de direitos e obrigações inerentes às ações, e que serão analisadas no item II.5.3.

Passaremos, a seguir, a examinar certas peculiaridades das ações de emissão própria mantidas em tesouraria pela companhia.

II.5.1. Contabilização das ações

A Lei das S.A. estipulou, em seu art. 182, §5º, que "*as ações em tesouraria deverão ser destacadas no balanço como dedução da conta do patrimônio líquido que*

---

outra instituição) encarregado de sua contabilidade, do armazenamento de certos bens e da gestão de caixa.

[126] A definição atualmente encontra-se no art. 4-A, §2º, e foi introduzida na Lei das S.A. pela Lei no 10.303, de 31 de outubro de 2001.

[127] Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. O Direito de Voto de Ações Gravadas com Usufruto Vidual in Pareceres. vol. 2, São Paulo: Editora Singular, 2004. p. 1362.

registrar a origem dos recursos aplicados na sua aquisição". As ações mantidas em tesouraria serão, nos termos do inciso III, §2º, do art. 178 da Lei das S.A., classificadas no grupo do patrimônio líquido, conjuntamente com o capital social, as reservas de capital, os ajustes de avaliação patrimonial, as reservas de lucros e os prejuízos acumulados.

As ações assim adquiridas pela companhia, portanto, não passam a ser contabilizadas em seu ativo, apesar de serem títulos de propriedade da companhia. Isso porque, com a operação, a companhia utilizará recursos disponíveis de seu patrimônio para adquirir uma parcela de si própria[128]. Desta forma, apesar das ações mantidas em tesouraria terem um custo de aquisição, a sua avaliação permanecerá incerta enquanto constarem do patrimônio da companhia, pois o valor das ações dependerá de sua liquidez no mercado, bem como da situação financeira da própria companhia, que pode, inclusive, optar por cancelá-las a qualquer momento[129].

Como explica José Luiz Bulhões Pedreira, a aquisição de ações para manutenção em tesouraria, do ponto de vista financeiro, "*implica a redução do patrimônio liquido: uma quantidade de capital próprio, registrada em conta de lucros ou reservas, sai do patrimônio da companhia para o patrimônio do acionista-vendedor*". Assim, enquanto estiver em tesouraria, a ação de emissão própria deverá ser "*apresentada no balanço na sua natureza de transferência para os acionistas de parte do patrimônio líquido, tal como na distribuição de lucros*"[130]. Por sua vez, tal redução do patrimônio líquido pode ser temporária, pois as ações mantidas em tesouraria poderão ser alienadas pela companhia buscar recuperar o valor despendido.

---

[128] Apesar de discordar da forma de contabilização das ações em tesouraria, Luiz Gatão Paes de Barros Leães explica que "*as ações não têm valor em si mesmas, senão apenas pelos direitos que representam. Ora, na espécie, esses direitos são insuscetíveis de integrarem o patrimônio social da sociedade adquirente, pela simples razão de que o seu sujeito passivo, ou seja a pessoa obrigada a satisfazê-los, é a própria sociedade, motivo pelo qual dizemos que eles estão 'suspensos'.*" (Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. A Negociação com as Próprias Ações por Sociedade Anônima de Capital Aberto in Direito Comercial: Textos e Pretextos. São Paulo: José Bushatsky, 1976. p. 50).

[129] O objetivo de tais regras é apresentar a informação correta ao leitor do balanço sobre o montante do patrimônio líquido da companhia (Pedreira, José Luiz Bulhões. Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia. Rio de Janeiro: Forense. 1989. p. 665). Há, no entanto, quem discorde de tal opinião. Neste sentido, para Modesto Carvalhosa, as ações em tesouraria deveriam ser contabilizadas no ativo da companhia, ao preço de custo, com a contrapartida correspondente no passivo (Carvalhosa, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 1° Volume, 6ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 410).

[130] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 557.

Assim, o valor patrimonial das demais ações da companhia não é afetado quando esta adquire ações de sua própria emissão para manutenção em tesouraria. Tal valor, entretanto, poderá sofrer alterações quando as ações forem alienadas, comparando-se o valor da alienação com o custo da aquisição das ações. Se a alienação for superior, o valor patrimonial das demais ações da companhia será acrescido e, por sua vez, se for inferior, será diminuído.

Para as companhias abertas, há previsão expressa no art. 17 da Instrução CVM nº 10/80 de que "*as ações em tesouraria deverão ser destacadas no balanço como dedução da conta do patrimônio líquido que registrar a origem dos recursos aplicados na sua aquisição e contabilizadas pelo valor do custo desta operação, o qual será objeto de correção monetária juntamente com as demais contas do patrimônio líquido*"[131].

Quando as ações de emissão própria forem adquiridas por doação para manutenção em tesouraria, não haverá dispêndio de recursos pela companhia, e portanto não haverá redução de seu patrimônio líquido. Neste caso, segundo Carlos Eduardo Bulhões Pedreira, "*as ações adquiridas gratuitamente e não canceladas devem ser registradas no ativo patrimonial sem custo de aquisição: se não forem canceladas, o valor das ações passa a integrar o patrimônio da companhia, que para adquiri-las não incorreu em custo; se a companhia vier a alienar as ações, o preço de alienação representará ganho de capital*"[132].

---

[131] Ademais, o art. 18 da Instrução CVM nº 10/80 previu que: "*o resultado líquido proveniente da alienação de ações em tesouraria será apurado com base no custo médio ponderado na data da operação e será contabilizado: a) se positivo, como reserva de capital, a crédito de conta específica; b) se negativo, a débito das contas de reservas ou lucros que registrarem a origem dos recursos aplicados em sua aquisição*".

[132] O mesmo autor explica, ainda, que "*no caso de permuta sem torna, não se aplica o §5º do artigo 182 da Lei das S/A: o imóvel dado em permuta é substituído pelas ações no ativo patrimonial da companhia, mantido o custo de aquisição do imóvel; se a companhia ainda pagou torna em dinheiro, à torna aplica-se aquele dispositivo legal; se, ao contrário, ela recebeu torna em dinheiro, há ganho de capital. No caso de dação em pagamento, as ações substituem o crédito no ativo da companhia, atribuindo-se às ações como custo de aquisição o valor do crédito extinto na dação*". Bulhões, Carlos Eduardo. Estudo sobre o artigo 30 da Lei das S/A. in Opiniões Jurídicas, Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 36-37.

II.5.2. Disposição das ações

A despeito das orientações a serem seguidas para a contabilização das ações de emissão própria mantidas em tesouraria, é certo que tais títulos são bens[133] integrantes do patrimônio da companhia enquanto estiverem em tal situação. Conforme opinião expedida pela Procuradoria Federal Especializada da CVM, "*as ações mantidas em tesouraria são ativos da companhia, que pode delas dispor, segundo suas considerações econômico-financeiras, nos limites da lei.*"[134]. Resta-nos, portanto, examinar a possibilidade da companhia dispor das ações enquanto estiverem em tesouraria através de certos negócios jurídicos que julgamos relevantes, como a constituição de direitos reais de garantia a terceiros sobre as ações em tesouraria, e a possibilidade da companhia mutuar tais títulos. A doação de ações em tesouraria pela companhia será analisada em conjunto com a alienação de ações mantidas em tesouraria.

II.5.2.1. Constituição de direitos reais

A Lei das S.A., por sua vez, previu expressamente a possibilidade da constituição de penhor, usufruto, fideicomisso, alienação fiduciária em garantia ou outras formas de ônus sobre ações de uma companhia. O fideicomisso não nos interessa para os fins do presente estudo, por ter a sua aplicação no Brasil relacionada à sucessão testamentária (arts. 1.951 a 1.960 do Código Civil Brasileiro)[135].

---

[133] O Código Civil Brasileiro definiu como bens móveis os "*suscetíveis de movimento próprio, ou de remoção por força alheia, sem alteração da substância ou da destinação econômico-social*" (art. 82). Já o art. 83, inciso III, dispôs expressamente que as ações consideram-se bens móveis para os efeitos legais. Há discussão doutrinária a respeito da natureza das ações escriturais, pois alguns autores não as consideram bens móveis. Veja-se, neste sentido, Teixeira, Egberto Lacerda. Tavares Guerreiro, José Alexandre. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. Vol. 1, São Paulo: Bushatsky, 1979. pp. 216-223.

[134] Parecer/CVM/PJU/Nº 020, de 5 de novembro de 1998.

[135] Trata-se da transmissão de um bem de um terceiro (fideicomitente) para um fiduciário, que o recebe como se dono fosse, permanecendo com o uso e a fruição. O fiduciário fica com a propriedade do bem até que ocorra a sua transferência, passando-a para o fideicomissário, seja por conta da morte, ou a certo tempo, ou sob condição previamente estipulada pelo fideicomitente. (Pereira, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. IV. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 289-291).

O penhor[136], direito real de garantia, consiste na entrega de coisa móvel ou mobilizável[137], passível de alienação, realizada pelo devedor ou por terceiro ao credor, em garantia de um débito[138]. Hipoteticamente, para os fins de nosso estudo, seria o caso de uma companhia penhorar ações de sua emissão mantidas em tesouraria para garantir uma obrigação, própria ou não, perante terceiros[139][140].

O usufruto, por sua vez, trata-se de direito real de usar e perceber os frutos de um bem alheio, como se fosse próprio, sem que sua substância seja alterada[141]. Para tanto, o usufrutuário não tem a propriedade do bem, que permanece inalterada com o nu-proprietário, mas sim o direito de usar e dele fruir. No que tange ao nosso trabalho, tratar-se-ia da possibilidade da companhia constituir usufruto, em favor de terceiro, sobre as ações de emissão própria mantidas em tesouraria. O usufrutuário poderia usar e fruir das ações, mas a sua propriedade permaneceria com a companhia emissora[142][143].

Já a alienação fiduciária em garantia consiste em direito real por meio do qual o devedor fiduciante, em garantia de obrigação assumida, transfere o domínio e a posse indireta de determinado bem ao credor fiduciário, independentemente de sua tradição efetiva, tornando-se o devedor possuidor direto e depositário de tal bem com todas as responsabilidades e encargos inerentes[144]. Constituída a alienação fiduciária, o devedor

---

[136] A Lei das S.A. utilizou os termos caução ou penhor em seu art. 39 como sinônimos, inspirando-se no Decreto nº 2.627/40. (Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 533).

[137] "*Embora não se fundem em coisas móveis, as ações escriturais são mobilizáveis, para o efeito de sobre elas constituir-se penhor. Neste caso, evidentemente, não haverá tradição, constituindo-se o penhor pela averbação do respectivo contrato na conta corrente do acionista, de cujo extrato constará automaticamente a notícia do penhor.*" Carvalhosa, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 1° Volume, 6ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 468.

[138] Pereira, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. IV. Rio de Janeiro: Forense. 2006. p. 338.

[139] "*O penhor de ações constitui modalidade de penhor especial regulado por este artigo* [art. 39 da Lei das S.A.], *aplicando-se subsidiariamente as regras do Código Civil*" Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 246.

[140] Configura direito acessório e indivisível. Para uma análise profunda do penhor de ações no direito brasileiro, veja-se Penteado, Mauro Bardawil. O Penhor de Ações no Direito Brasileiro. São Paulo: Malheiros Editores. 2008.

[141] Gomes, Orlando. Direitos Reais. 18ª edição. Rio de Janeiro: Forense. 2001. p. 293.

[142] Assim como no penhor, o usufruto de ações é regulado pela Lei das S.A. (regra especial), aplicando-se subsidiariamente as normas do Código Civil Brasileiro.

[143] Diferentemente de nosso entendimento, há quem questione se o usufruto pode recair sobre as ações de emissão própria mantidas em tesouraria por uma companhia. Isso porque, considerando que certos direitos das ações mantidas em tesouraria permanecem suspensos, não haveria "frutos" ou direito de voto a serem percebidos pelo usufrutuário das ações.

[144] Pereira, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. IV. Rio de Janeiro: Forense. 2006. p. 426.

fiduciante não pode dispor do bem dado em garantia até o cumprimento da obrigação principal, sendo-lhe, no entanto, permitido dele usufruir. Seria a hipótese, para o que nos interessa, da companhia alienar fiduciariamente em garantia ações de emissão própria mantidas em tesouraria para assegurar o pagamento de uma obrigação, transferindo ao credor o domínio das ações, assim figurando gravadas as ações nos respectivos registros[145].

A constituição de penhor, usufruto ou alienação fiduciária em garantia para as ações nominativas, ocorre mediante a averbação no Livro de Registro de Ações Nominativas da companhia e, para as ações escriturais, através da averbação nos registros da instituição financeira escrituradora, que os gravará no extrato da conta de depósito fornecido ao acionista[146].

Como já comentado, a vedação constante do *caput* do art. 30 da Lei das S.A. proibiu a negociação pela companhia com ações de sua própria emissão, buscando, assim, evitar a celebração de negócios jurídicos com objetivo de transmitir a propriedade[147] das ações (compra e venda, permuta, doação e dação em pagamento), ressalvadas as exceções previstas no §1º do mesmo dispositivo. Assim, utilizaremos tal proposição para a análise da possibilidade de uma sociedade anônima penhorar, alienar fiduciariamente em garantia ou constituir usufruto sobre ações de emissão própria mantidas em tesouraria. Ainda, como não poderia deixar de ser, a Lei das S.A. conferiu tratamento especial para o exercício de certos direitos pelos titulares das ações mantidas nestas situações.

---

[145] Além de referida na Lei das S.A., a alienação fiduciária em garantia no âmbito do mercado financeiro ou de capitais está prevista no art. 66-B da Lei n° 4.728/65, e no Código Civil Brasileiro (art. 1.368-A), que estabelece aplicar-se ao instituto o que não for incompatível com a legislação especial.

[146] Na forma do art. 1.231 do Código Civil Brasileiro, "*a propriedade presume-se plena e exclusiva, até prova em contrário*".

[147] "*Como se sabe, embora uno e indiviso, o direito de propriedade incorpora uma série de diferentes faculdades, atribuindo ao seu titular o poder de agir em relação à coisa, usando, fruindo ou dela dispondo: 'ius utendi, fruendi et abutendi' (CC, art. 1.228, correspondente ao art. 524, caput, do Código anterior). Esses atributos podem concentrar-se num só indivíduo, caso em que a propriedade é considerada plena, ou alocado em indivíduos distintos do proprietário, como na constituição dos direitos reais de uso e gozo, quando o proprietário não deixa de ter o domínio sobre a coisa, mas a sua utilização ou fruição transfere-se à esfera patrimonial de outra pessoa.*
A atribuição de alguns desses poderes a pessoas diversas do proprietário, porém, não decorre do desmembramento ou fragmentação da propriedade, mas da outorga a terceiro de um direito real sobre coisa alheia, que provoca no direito de propriedade uma restrição temporária, nunca impeditiva da futura consolidação da propriedade plena." (Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. O Direito de Voto de Ações Gravadas com Usufruto Vidual in Pareceres. vol. 2. São Paulo: Editora Singular. 2004. p. 1358).

Entendemos ser possível a constituição de penhor ou a alienação fiduciária em garantia de ações de emissão própria mantidas em tesouraria pela companhia, já que suas simples constituições não configuram, inicialmente, a transferência da propriedade das ações para o credor. Havendo, contudo, o inadimplemento da obrigação principal, pode ocorrer a transferência da propriedade das ações com a execução da garantia pelo credor, seja através da adjudicação ou da venda da ação dada em penhor, seja através da consolidação da propriedade em nome do credor resolvendo-se a alienação fiduciária. Nestes caso, as ações assim transferidas possuem a função de arcar com o inadimplemento de um débito assumido pela companhia, e podem ser comparadas à alienação das ações mantidas em tesouraria, autorizada pelo art. 30, §1º, alínea "c" da Lei das S.A. A companhia poderia, inclusive, alienar as ações em tesouraria para obter os recursos necessários caso os títulos não estivessem gravados. Por óbvio, tais transações devem observar os limites legais e regulamentares aplicáveis.

Consideramos também possível que a companhia institua usufruto sobre ações que mantém em tesouraria, já que a constituição do gravame não significa a transferência da propriedade para o usufrutuário, remanescendo a companhia com a nua propriedade. A consolidação da propriedade das ações na pessoa do usufrutuário ocorrerá apenas se as partes assim acordarem, mas tal transferência será precedida de uma operação de transmissão da propriedade (compra e venda, permuta, doação e dação em pagamento), e também deve observar as regras e limites legais e regulamentares.

Sobre o direito de voto, a regra geral é a de que a propriedade das ações é requisito para o seu exercício – salvo para o usufruto, como veremos[148]. Quanto às ações penhoradas (art. 113, *caput*), a Lei das S.A. estabeleceu expressamente que tal direito permanece com o acionista da companhia, podendo as partes acordarem, no contrato que instituir o penhor, que o credor deverá consentir com o voto proferido pelo acionista em certas deliberações. Como ensina Nelson Eizirik, "*isso ocorre porque a Lei das S.A. não reconheceu no penhor de ações uma alienação*"[149].

[148] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 641.
[149] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 641.

Contudo, como veremos ao longo deste trabalho, as ações de emissão própria mantidas em tesouraria pela companhia permanecem com seu direito de voto suspenso, tendo em vista que a companhia não se torna acionista de si própria. Entendemos, portanto, não haver como a companhia celebrar com o credor contrato através do qual este último poderá consentir com o voto, tendo em vista que a companhia não votará em suas próprias deliberações. Isso porque, além de permanecer suspenso enquanto as ações forem mantidas em tesouraria, tal direito não pode ser transferido com o penhor.

As mesmas observações podem ser aplicadas para as ações da própria companhia alienadas fiduciariamente em garantia, ou seja, as ações em tesouraria permanecem com o direito de voto suspenso e o credor não poderá interferir nas deliberações sociais[150]. Tanto no penhor, como na alienação fiduciária em garantia, caso ocorra a alienação definitiva das ações com o exercício da garantia, estas recuperarão exercício do direito de voto que estava suspenso enquanto em tesouraria. Portanto, tanto o credor pignoratício, como o da alienação fiduciária em garantia, que aceitarem como garantia ações de emissão própria da companhia mantidas em tesouraria, não poderão influenciar nas deliberações tomadas em assembleia.

No entanto, para as ações mantidas em tesouraria e gravadas com usufruto (art. 114 da Lei das S.A.), o tratamento é diferente. O direito de voto de tais ações é inicialmente do nu-proprietário, na qualidade de proprietário das ações, mas seu exercício deverá contar com o consentimento do usufrutuário, sob pena de suspensão desta prerrogativa[151]. Tal direito, contudo, pode ser objeto de disposição no ato da constituição do gravame, sendo assim exercido pelo usufrutuário[152].

Marcelo Lamy Rego, em referência a parecer não publicado de José Luiz Bulhões Pedreira, ensina que a possibilidade do exercício do direito de voto pelo

---

[150] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 644.

[151] Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. O Direito de Voto de Ações Gravadas com Usufruto Vidual in Pareceres. vol. 2, São Paulo: Editora Singular, 2004. p. 1363.

[152] O tratamento adotado pela Lei das S.A. no Brasil para o exercício do direito de voto das ações gravadas com usufruto foi objeto de crítica, principalmente no que se refere à necessidade de prévio acordo entre as partes caso não haja a regulação contratual, havendo a possibilidade da existência de questionamentos entre o nu-proprietário e o usufrutuário sobre o exercício do direito de voto, com o respectivo esvaziamento das assembleias gerais. Veja-se, para tanto, Carvalhosa, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2° Volume. 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 442 e Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011. pp. 647-649.

usufrutuário é "*a única hipótese em que a lei admite que o voto seja exercido por quem não tem qualidade de acionista ou de seu representante*"[153]. Isso porque o usufrutuário tem o legítimo interesse em participar das deliberações assembleares, primordialmente das que discutirem a distribuição de dividendos, já que permanece com a posse, o uso, a administração e a percepção de frutos dos bens onerados.

Desta forma, e buscando não descaracterizar o objeto do usufruto, o legislador optou por autorizar a desvinculação da propriedade das ações do direito de voto nesses casos. Assim, considerando que entendemos possível a instituição de usufruto sobre ações em tesouraria, consequentemente o usufrutuário poderá exercer o direito de voto caso haja a celebração de acordo com a companhia neste sentido. No entanto, se o direito de voto das ações mantidas em tesouraria não for expressamente transferido ao usufrutuário, tal direito permanecerá suspenso enquanto as ações estiverem com a companhia, tendo em vista não haver autorização para esta votar em suas próprias deliberações[154].

Quanto ao direito à distribuição de dividendos, estes deverão em princípio ser pagos ao proprietário ou usufrutuário da ação, na forma do art. 205 da Lei das S.A. Assim, para as ações mantidas em tesouraria e penhoradas ou alienadas fiduciariamente em garantia, não haverá inicialmente a distribuição de dividendos, tendo em vista que esse direito permanece suspenso enquanto as ações estiverem na tesouraria da própria companhia. O contrato de constituição dos gravames poderá, entretanto, transferir ao credor o direito de recebê-los[155]. Já quanto às ações gravadas com usufruto, o

---

[153] Rego, Marcelo Lamy. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 390.

[154] A CVM reconheceu a possibilidade de que seja constituído usufruto sobre ações de emissão própria mantidas em tesouraria através de consulta relacionada à concessão de plano de remuneração, em que os beneficiários receberiam inicialmente ações em usufruto, permanecendo a companhia com a nua-propriedade das ações. Cumpridos pelos beneficiários os requisitos estipulados no plano, estes consolidavam a propriedade das ações, com a respectiva transferência pela companhia. A Procuradoria Federal Especializada da CVM, ainda, manifestou-se favoravelmente à possibilidade da transferência dos "*atributos da ação para o usufrutuário, dentre os quais o direito ao dividendo e ao voto das ações*" (Memo/PFE-CVM/GJU-2 Nº 236/2003). As operações assim realizadas não poderiam, por óbvio, deixar de observar os limites da Lei das S.A. e da Instrução CVM nº 10/80 aplicáveis. Sobre o tema, veja-se o Processo CVM n.º RJ 2011/12232, decidido em 17 de abril de 2012.

[155] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 534. Fran Martins lembra, neste sentido, que os dividendos recebidos pelo credor pignoratício indevidamente podem significar um enriquecimento ilícito, pois o penhor tem como finalidade garantir uma dívida pelo valor intrínseco do bem, e não pelo que poderá produzir (Martins, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1977. p. 228).

usufrutuário poderá receber os dividendos se assim estipulado, tendo em vista que pela natureza do instituto por este há a percepção dos frutos dos bens onerados.

Após as observações relacionadas ao direito de voto e ao direito de receber dividendos das ações mantidas em tesouraria e gravadas com usufruto, é possível refletir sobre a precisão do conceito de ações "em circulação" proposto no início de nossa análise, no item II.5., assim como sobre a regra do § 4º do art. 30 da Lei das S.A. Isso porque é inevitável associar as ações que não estejam "em circulação" (as ações em tesouraria), com a suspensão de seus direitos. Contudo tais ações, dependendo do acerto realizado entre as partes, podem receber dividendos e, especialmente no caso de usufruto, votar, apesar da companhia a nua propriedade e de tais ações não estarem formalmente "em circulação". Trata-se, portanto, de exceção à regra geral.

Como vimos, as ações mantidas em tesouraria são bens que pertencem à companhia, e assim devem ser tratadas. É possível que a sociedade dê em penhor, constitua usufruto ou aliene fiduciariamente em garantia as ações de emissão própria que mantiver em sua tesouraria, desde que observadas as disposições e os limites constantes da Lei das S.A., assim como da Instrução CVM nº 10/80 para as companhias abertas. Muitas das vezes, constituir gravames sobre as ações mantidas em tesouraria pode ser a melhor forma da companhia organizar sua estrutura de capital e, consequentemente, o aproveitamento das ações em tesouraria pode ocorrer da mesma forma que o quaisquer outros bens, desde que não viole disposições legais ou regulamentares[156].

---

[156] Lembramos que, como ensina Fabio Konder Comparato, a transferência do direito de voto das ações para o usufrutuário pode configurar técnica contratual para a organização do controle da companhia, pois dissocia a propriedade da ação da legitimidade para o exercício do voto. O mesmo conceito pode ser utilizado para as ações de emissão própria mantidas em tesouraria e gravadas com usufruto, já que a companhia, proprietária das ações, poderia delegar o direito de voto ao usufrutuário, e este terminar por exercer o controle da companhia caso (i) venha a deter permanentemente a maioria dos votos nas deliberações da assembleares, e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; ou (ii) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (art. 116 da Lei das S.A.). O mesmo não pode ser dito para as ações dadas em penhor ou alienação fiduciária em garantia, pois as ações permanecerão com o direito de voto suspenso, tendo em vista que a lei não admitiu a sua delegação para o credor. Ao referir-se às ações "em circulação", Comparato dispõe que, "*a caução e o usufruto de ações podem servir, perfeitamente, para a aquisição ou a consolidação do controle. A caução de acionista a acionista, no controle interno, ou de acionista a terceiro, no controle externo, funciona então como negócio indireto, cuja causa real é o acesso ou a manutenção do poder social. No usufruto, admitida a sua constituição por ato inter vivos e entre pessoas jurídicas, esse objetivo ainda é mais facilmente atingido, tendo em vista a possível ilimitação de prazo e o caráter abstrato do negócio.*" (Comparato, Fábio Konder. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 3º Ed. inteiramente rev. atual. e corr., Rio de Janeiro: Forense. 1983. p. 167).

II.5.2.2. Mútuo de ações

A operação de empréstimo de ações, popularmente conhecida como "aluguel de ações", tem na realidade a natureza de mútuo, por ser o empréstimo de bem fungível. Através do contrato de mútuo, "*uma das partes empresta a outra coisa fungível, tendo a outra a obrigação de restituir igual quantidade de bens do mesmo gênero e qualidade. A característica fundamental do mútuo é a transferência da propriedade da coisa emprestada, que sucede necessariamente devido à impossibilidade de ser restituída na sua individualidade.*"[157]. Nos termos do Código Civil Brasileiro, "*são fungíveis os móveis que podem substituir-se por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade*" (art. 85), possuindo tal qualidade as ações de uma mesma espécie, classe e companhia[158].

Através da operação de mútuo de ações, o mutuário (conhecido como tomador) empresta ações do mutuante (conhecido como doador) mediante remuneração, comprometendo-se o mutuário a devolver no prazo estipulado igual número de ações, da mesma companhia, espécie e classe. Com a celebração do mútuo ocorre a transferência da propriedade das ações do mutuante para o mutuário, sendo a propriedade restabelecida na pessoa do mutuante no final do contrato com a devolução das ações, mas que não serão exatamente mesmas ações emprestadas, e sim outras com características idênticas.

O mútuo de ações consiste em operação bastante usual no mercado de capitais, por proporcionar liquidez aos títulos, além de flexibilizar transações, tendo em vista que a sua fungibilidade permite que o mutuário, tomador do empréstimo, também possa dispor dos títulos. Se considerássemos as ações mutuadas como bens infungíveis, não seria possível ao mutuário alienar ou livremente dispor das ações, tendo em vista que deveriam ser devolvidos ao mutuante exatamente os mesmos títulos no final do prazo

---

[157] Gomes, Orlando. Contratos. 26ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 389.

[158] Sobre as discussões a respeito da fungibilidade das ações para fins de mútuo, e efeitos da custódia, veja-se Kalansky, Daniel. Peyser, Luis. Empréstimo de Ações e o Mercado de Capitais *in Direito Empresarial*, São Paulo: Editora Método, 2005. pp. 22-25.

do empréstimo[159]. Neste cenário, certamente, as operações não seriam tão utilizadas. Da mesma forma não são operações usuais para companhias fechadas, em decorrência da inexistência de liquidez das ações destas companhias.

Na prática, para as companhias abertas no Brasil, "*o mercado organizado de empréstimo de ações tem como elemento fundamental o Banco de Títulos da BM&F Bovespa ("BTC"), instituído de acordo com as normas que regulam o mútuo de ações, especialmente a Instrução CVM 441, de 10 de novembro de 2006. Os investidores interessados em oferecer suas ações em mútuo depositam tais ações em custódia no BTC, e os investidores interessados em tomar ações em empréstimo a ele recorrem quando delas necessitam. As operações no BTC são intermediadas por corretoras de valores*"[160].

Como explica Caio Mário da Silva Pereira, "*o mútuo não é contrato de alienação, como a doação ou a compra e venda, porque o efeito translativo não é o seu fim principal, mas o meio de sua efetivação.*"[161]. Entretanto, não é possível desprezar que, com o mútuo de ações, haverá a transferência, ainda que temporária, da propriedade das ações da companhia (mutuante) para o tomador do empréstimo (mutuário)[162]. Ademais, alguns contratos autorizam que as operações sejam objeto de liquidação financeira e, assim, ao final do prazo do empréstimo, o mutuário devolverá ao mutuante o valor da ação, e não o título em si. Neste caso a operação compreenderá a alienação da ação, e o mútuo se encerrará com uma compra e venda. As operações resultarão, portanto, no retorno da ação para o patrimônio da companhia, ou em sua alienação com o respectivo recebimento pela companhia do valor acordado.

---

[159] "*Ninguém toma em empréstimo dinheiro, ações ou outros bens fungíveis, se não para dispor de tais bens, ou ao menos utilizá-los como se dono fosse, dando a coisa em garantia, por exemplo.*" (Trindade, Marcelo. Mútuo de Ações e Insider Trading. [INSERIR NOME DO LIVRO]. No prelo).

[160] Trindade, Marcelo. Mútuo de Ações e Insider Trading. No prelo.

[161] Pereira, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. III. 12a edição. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 349.

[162] Sobre o tema, veja-se Processo SP2011/0304, o Processo RJ2012/0249, o Processo RJ2012/1312 e o Processo SP2012/0028, todos decididos em 16 de fevereiro de 2012, nos quais o Colegiado da CVM, após discussões polêmicas, reconheceu que os contratos de empréstimo ou de aluguel de ações transferem a propriedade do bem e, em conseqüência, as ações emprestadas após a divulgação da operação não são ininterruptamente mantidas pelos mutuantes, e não seriam passíveis de exercício do direito de recesso pelo mutuário que recuperar a propriedade dos títulos antes da assembleia que tratar da operação.

Com efeito, como já referido, as ações mantidas em tesouraria são bens integrantes do patrimônio da companhia, e assim devem ser tratadas, podendo ocorrer a sua disposição através de operações de mútuo, assim como quaisquer outros bens, desde que respeitados os princípios que a lei buscou proteger com as restrições à negociação com ações de emissão própria por sociedades anônimas[163]. Haverá com a operação a transferência das ações para o mutuário, assim como a transferência de todos seus direitos e obrigações das ações durante o contrato[164].

Desta forma, tanto para as operações com liquidação física, como para as operações com liquidação financeira, devem ser observados os preceitos que a Lei das S.A. buscou proteger ao vedar a negociação com ações de emissão própria. As operações de mútuo de ações mantidas em tesouraria, portanto, não poderão afetar a integridade do capital social da companhia, assim como não poderão resultar em manipulação de mercado, ou acarretar prejuízo ao público investidor. Para tanto, além das disposições da Lei das S.A., deverão ser observadas, para as companhias abertas, as normas constantes da Instrução CVM nº 10/80, e as demais regras relativas à publicidade das operações[165].

II.5.3. Direitos e obrigações e das ações mantidas em tesouraria

A qualidade de acionista, relacionada à propriedade da ação, é acompanhada por uma série de direitos e obrigações. Como visto, contudo, uma companhia não torna-se acionista de si própria por adquirir ações de seu capital social para manutenção em tesouraria. Mesmo assim, certos direitos e obrigações conferidos pela ação ao seu titular

---

[163] "*Assim, devemos nos valer da exegese extensiva para o caso em comento, em razão de o empréstimo coadunar-se com o espírito do preceito legal, haja vista que na época de elaboração da Lei das Sociedades por Ações a sociedade e a insipiência do mercado de capitais brasileiro eram tamanhas que não se pensava a respeito da possibilidade futura da realização desse tipo de operações. Entendemos, por essa razão. que a palavra alienação não pode ser entendida em sentido estrito para os efeitos da negociação da companhia com suas próprias ações, desde que a sua ampliação não prejudique os interesses da companhia, dos credores, enfim, o princípio da intangibilidade do capital social.*" (Kalansky, Daniel. Peyser, Luis. Empréstimo de Ações e o Mercado de Capitais *in Direito Empresarial*, São Paulo: Editora Método, 2005. p. 36).

[164] A CVM expressamente reconheceu, na decisão do Processo CVM RJ2006/6521, em 31 de outubro de 2006, que as ações mutuadas recuperam o direito de voto e o direito ao recebimento de dividendos, suspensos enquanto em tesouraria. No mesmo sentido, Processos CVM RJ2012/0249, SP2011/0304, RJ2012/1312 e SP2012/0028, decididos em 16 de fevereiro de 2012.

[165] O Colegiado da CVM autorizou o empréstimo de ações de emissão própria mantidas em tesouraria nas decisões do Processo CVM RJ2005/2027, decidido em 12 de abril de 2005, e do Processo CVM 2008/2207, decidido em 14 de abril de 2008, ambos para fins de estabilização de ações.

merecem atenção. Isso porque, apesar de muitas vezes referidos como direitos e obrigações dos acionistas, são estes conferidos pelas ações aos seus titulares, razão pela qual a Lei das S.A. preocupou-se em suspender expressamente os direitos de voto e ao recebimento de dividendos, mesmo tendo os seus próprios autores[166] reconhecido que a companhia não torna-se acionista de si mesma ao adquirir suas ações (vide item II.1.1.3. do presente trabalho)[167].

Assim entende-se que, apesar da lei não ter se referido expressamente aos demais direitos atribuídos pela ação, mas apenas ao direito de voto e ao recebimento de dividendo, "*não se pode concluir, a contrario sensu, que esses direitos possam ser exercidos*"[168]. A solução, para cada um deles, dependerá de análise específica, que buscaremos realizar a seguir, conjuntamente com o exame de suas obrigações[169].

II.5.3.1. Obrigações das ações

São duas as principais obrigações existentes entre o titular das ações e a companhia: a obrigação de realizar o capital social, e obrigação de exercer o direito de voto no melhor interesse da sociedade[170].

Sobre a obrigação de realizar o capital social, vimos no item II.3.1. que a companhia não pode realizar uma aquisição originária de suas ações, ou seja, não pode subscrever capital próprio. A subscrição em sua constituição torna-se impossível porque a companhia não poderia pré-existir a sua criação, e a subscrição e integralização de ações em subsequente emissão significaria a formação de capital social ficto, pois a

---

[166] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 556.

[167] Em princípio, a exceção a que o proprietário da ação alcance o status de sócio é a aquisição de ações de própria emissão para manutenção em tesouraria pela companhia.

[168] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 555. Os mesmos autores descrevem, ainda, a possibilidade da imposição de outros deveres previstos no Estatuto Social, que podem vincular o acionista no sentido de fazer ou abster-se de certos atos. Não há como analisar antecipadamente todas as possibilidades existentes, mas tais obrigações, em princípio, também permanecerão suspensas enquanto as ações estiverem em tesouraria.

[169] A CVM, por sua vez, previu a suspensão dos direitos patrimoniais e políticos das ações em tesouraria para as companhias abertas. A Nota Explicativa n° 16/80, que acompanhou a edição da Instrução CVM no 10/80, expressamente ampliou o disposto no §4o do art. 30 da Lei das S.A., suspendendo todos os direitos inerentes às ações em tesouraria, com a finalidade de impedir a atuação da companhia como acionista de si mesma.

[170] Teixeira, Egberto Lacerda. Tavares Guerreiro, José Alexandre. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. Vol. 1, São Paulo: Bushatsky, 1979. p. 270.

integralização não corresponderia a uma efetiva entrada de capital, já que a companhia utilizaria valores próprios para tanto. O mesmo pode-se falar para a recompra de ações ainda não integralizadas, que foi expressamente vedada pela Instrução CVM nº 10/80 (art. 2º, "d"), e será examinada no item III.3.5. adiante. A companhia, portanto, enquanto mantiver ações em tesouraria, não possuirá a obrigação de realizar o capital social, seja porque não poderá subscrever suas próprias ações, seja porque não poderá recomprar ações que não estejam integralizadas.

As ações mantidas em tesouraria também não terão como obrigação o exercício do direito de voto no melhor interesse da companhia porque, como veremos, tal direito permanecerá suspenso, na forma do §4º do art. 30 da Lei das S.A. No entanto, caso seja constituído usufruto pela companhia sobre as ações de emissão própria mantidas em tesouraria, e o direito de voto for exercido pelo usufrutuário, este terá a obrigação de sempre votar no melhor interesse da companhia[171].

II.5.3.2. Direitos das ações

Apesar da Lei das S.A. prever que as ações em tesouraria não terão direito a dividendos e a voto, a CVM, por sua vez, estabeleceu para as companhias abertas a suspensão dos direitos patrimoniais e políticos das ações em tesouraria. A Nota Explicativa n° 16/80, que acompanhou a edição da Instrução CVM no 10/80, ampliou o disposto no §4° do art. 30 da Lei das S.A., e previu a interrupção de "*todos os direitos inerentes às ações*" em tesouraria, com a finalidade de "*erradicar qualquer possibilidade de a companhia vir a atuar como acionista de si mesma*".

Para a análise dos direitos das ações mantidas em tesouraria, e tendo em vista que o objetivo final de nosso trabalho são as companhias abertas, seguiremos as disposições da Instrução CVM nº 10/80, dividindo inicialmente os direitos analisados em políticos e patrimoniais (estes últimos direitos essenciais)[172]. Passaremos, em

---

[171] Conforme o art. 115 da Lei das S.A., "*considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas*".

[172] Não adotaremos a distinção clássica que separa os direitos em individuais e sociais. Os direito individuais têm sua origem na lei e não são suscetíveis a modificações. São, primordialmente, os direitos chamados essenciais na Lei das S.A. Já os direitos sociais têm origem, além de legal, estatutária, e admitem modificações. Têm como maior exemplo o direito de voto. Teixeira, Egberto Lacerda. Tavares

seguida, para a análise de outros direitos essenciais dos acionistas além dos direitos patrimoniais (direito de fiscalização; direito de preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e direito de retirada). Tais direitos, previstos no art. 109 da Lei das S.A., são denominados essenciais porque não podem ser privados do acionista pelo estatuto social ou através de deliberação assemblear. Uma análise inicial e simplista poderia dizer que, tendo em vista serem direitos dos acionistas, e considerando que a companhia que recompra suas ações não torna-se acionista de si própria, tais direitos não seriam atribuídos para as ações de emissão própria mantidas em tesouraria. Contudo, optamos pelo apreciação pontual de cada direito essencial porque, como veremos, sua suspensão não pode ser aplicada de forma generalizada.

II.5.3.2.1. Direitos políticos

A referência a direitos políticos remete-nos diretamente ao direito de voto, ou seja, ao direito do acionista manifestar-se em assembleia geral para participar da formação da vontade social. O direito de voto, regulado nos arts. 110 a 115 da Lei das S.A., não está no rol de direitos essenciais, tendo em vista que admite-se a criação de ações preferenciais sem direito de voto, ou com voto restrito.

A atribuição de direito de voto às ações de emissão própria mantidas em tesouraria seria incoerente, e não vislumbrarmos como a companhia o exerceria sem que houvesse uma situação clara de conflito de interesses, já que a representação da sociedade em assembleias cabe aos seus diretores (art. 138, §1º, da Lei das S.A.). Os administradores poderiam, por exemplo, utilizar o direito de voto da companhia para votar a favor de sua manutenção nos respectivos cargos, ou para aumentar sua remuneração, distorcendo, assim, a vontade social. Ou, tendo em vista que geralmente a maioria dos administradores são eleitos pelo grupo de acionistas majoritário, o exercício do direito de voto pela companhia viria a acrescer o poder de tal grupo influenciar nas decisões assembleares[173].

Guerreiro, José Alexandre. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. Vol. 1, São Paulo: Bushatsky, 1979. pp. 278-279.

[173] Segundo Raul Ventura é possível desenhar várias ilustrações sobre este tema: "*a sociedade manifesta possivelmente duas vontades contraditórias, uma pelo voto dos administradores e outra pela deliberação da assembleia; os administradores não podem conhecer previamente a vontade da assembleia que hão de*

Não obstante suspenso o direito de voto, deve-se também refletir quais serão os quoruns de instalação e deliberação das assembleias gerais de uma companhia, havendo ações de emissão própria mantidas em tesouraria. Resta saber qual a base para o cálculo de tais quóruns: se o capital correspondente à totalidade das ações emitidas, ou se apenas o capital social correspondente às ações em circulação. A despeito das discussões doutrinárias sobre o tema[174], no Brasil, a Lei das S.A. deu solução direta para a questão: previu nos arts. 125, 129 e 136, que devem ser computadas apenas as ações com direito a voto para a formação dos quoruns de instalação e deliberação assemblear, mesmo nas hipóteses de quorum qualificado para deliberação. Com efeito, as ações mantidas em tesouraria não serão consideradas para a formação do quorum, ressalvado apenas quando o direito de voto seja exercido pelo usufrutuário de ações em tesouraria, mediante prévio acordo com a companhia.

Tal solução pode trazer dificuldades, tendo em vista que a adoção de um quorum que não compute as ações em tesouraria acaba por alterar a proporção das participações sociais. Esta medida pode resultar, por exemplo, com que uma deliberação seja tomada por um acionista que não atingiria o quorum necessário caso as ações em tesouraria fossem computadas, facilitando assim o exercício do poder de controle por acionistas que não o teriam se considerada a totalidade do capital social[175]. Por outro lado, considerar as ações em tesouraria para a constituição dos quoruns legais, também poderia trazer desvantagens, pois no caso da companhia manter grande quantidade de ações em tesouraria, certas deliberações que requerem quorum qualificado legal ou estatutário não poderiam ser tomadas[176]. É, no entanto, situação menos provável para as companhias abertas, tendo em vista a limitação para que sejam mantidas em tesouraria por estas até 10% das ações de emissão de cada classe.

---

exprimir, pois esta só resulta da deliberação em que os administradores votariam com as ações da própria sociedade, e portanto não podem votar com essas ações pois só podem exprimir a vontade da sociedade, etc.". O autor descreve, ainda, que o exercício de outros direitos políticos, como o direito de ser eleito para cargos sociais, e o direito de requerer a anulação judicial de deliberações sociais, "*nem sequer são mencionados, por não ocorrer a ninguém que uma sociedade possa exercê-los relativamente a si própria*". (Ventura, Raul. Auto-Participação da Sociedade: as Acções Próprias. p. 432-433).

[174] Para uma descrição das discussões doutrinárias referentes quoruns constitutivos e deliberativos das assembleias no direito europeu, veja-se Rocha. Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. pp. 251-259.

[175] Ventura, Raul. Auto-Participação da Sociedade: as Acções Próprias. p. 432-433.

[176] Correia, A. Ferrer. Acções Adquiridas pela Própria Sociedade Emitente e Direito de Voto in Estudos de Direito Civil Comercial e Criminal. Coimbra: Livraria Almedina., 1985. pp. 125-126.

Já o direito de participar das assembleias gerais (art. 125, parágrafo único da Lei das S.A.), por sua vez, é pressuposto do direito de voto, e aplica-se em princípio para todas as ações da companhia, mesmo às ações que não votem, ou tenham voto restrito. No entanto, não haveria propósito em considerar que uma companhia com ações de emissão própria em tesouraria teria o direito participar de sua própria assembleia geral, pois haveria uma situação impossível, já que a participante seria a própria companhia que estaria realizando o ato.

II.5.3.2.2. Direitos patrimoniais

Entendemos como patrimoniais os direitos que, quando exercidos, implicarão diretamente na alteração patrimonial do titular das ações. São eles o direito a participar dos lucros sociais, incluso aqui o direito a receber dividendo, e o direito de participar do acervo social no caso de liquidação da companhia, ambos direitos essenciais dos acionistas previstos nos incisos I e II do art. 109 da Lei das S.A.

O §4º do art. 30 da Lei das S.A. proibiu expressamente a distribuição de dividendos para as ações em tesouraria[177]. Isso porque seria um contra-senso a companhia ser credora de si própria, ou mesmo cobrar de si mesma os seus dividendos, além de tal vedação evitar eventuais confusões contábeis decorrentes desta situação.

A suspensão impede também que a administração possa aprovar um programa de recompra para financiar a companhia com os dividendos recebidos pelas ações em tesouraria, o que, além de diminuir as ações em circulação despropositalmente, atribuiria à companhia um valor que legalmente cabe aos acionistas. Sobre o tema, Maria Victória Rodrigues Ferreira Rocha explica que a razão para tal proibição "*consiste fundamentalmente na persecução de objetivos de clareza e transparência, evitando as dificuldades contabilísticas que comporta a reunião na sociedade da dupla qualidade de devedor e credor, bem como na circunstância de não fazer grande sentido*

[177] O *caput* do art. 109 da Lei das S.A. dispõe que os direitos essenciais não podem ser privados pelo estatuto social ou pela assembleia geral mas, por óbvio, tais direitos podem ser privados pela lei.

atribuir à sociedade o que, em último termo, sempre caberá aos acionistas titulares das ações em circulação"[178].

Com efeito, enquanto as ações estiverem em tesouraria, estas não serão consideradas para fins de distribuição de dividendos. Havendo ações fora de circulação, estas não serão consideradas para a divisão de dividendos, que deverão ter sua totalidade repartida entre os demais proprietários e usufrutuários de ações. Como referido no item II.2. acima, o aumento do valor do dividendo das ações em circulação pode ser uma das causas que levam a administração a aprovar programas de recompra de ações.

Já a participação nos lucros sociais, direito essencial previsto no inciso I do art. 109, possui sentido mais amplo do que a distribuição de dividendos. Segundo Carlos Bulhões Pedreira, "*o dividendo é a parte do lucro líquido do exercício que a assembleia geral delibera distribuir aos acionistas, enquanto o lucro líquido é o resultado positivo que acresce ao patrimônio líquido ao final do exercício social, decorrentes das atividades da empresa exploradas pela companhia*."[179]. Importa-nos, no que tange à distribuição lucros, o direito de participar do aumento de capital social mediante capitalização de lucros ou reservas (art. 169 da Lei das S.A.), a bonificação de ações.

Como já referida no item II.3.1., a bonificação trata-se de forma de aquisição originária de ações pela companhia e, havendo a distribuição de novas ações bonificadas, as ações em tesouraria também devem ser acrescidas. Isso porque a bonificação de ações "*(i) não representa transferência de valor da companhia para o acionista – pois a reserva de lucro é revertida ao capital social – nem renda da ação; (ii) constitui mera operação contábil, aumentando-se a cifra do capital social em contrapartida à redução da reserva de lucros; e (iii) as novas ações decorrentes da capitalização do capital não representam distribuição de lucros*"[180].

---

[178] Rocha, Maria Victória Rodrigues Ferreira. Aquisição de Acções Próprias No Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Almedina, 1994. p. 260.
[179] Bulhões, Carlos Eduardo. Estudo sobre o artigo 30 da Lei das S/A. *in Opiniões Jurídicas,* Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 48.
[180] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 217.

Ainda, a capitalização de lucros ou reservas para distribuição de ações novas não deve alterar o percentual de participação dos acionistas no capital social. Se as ações em tesouraria não fossem bonificadas, os acionistas passariam a deter maior participação no capital social da companhia. A bonificação não deixa de ser, contudo, uma forma de aquisição originária de ações pela companhia.

A CVM[181], por sua vez, confirmou a possibilidade das ações em tesouraria emitidas pela própria companhia virem a ser bonificadas, tais como as ações em circulação, a despeito do disposto na Nota Explicativa n° 16/80, que expressamente vedava tal possibilidade. Como explica Nelson Eizirik, o entendimento anterior da CVM "*confundia lucro e direito a dividendo, e a Lei das S.A. não nega às ações em tesouraria o direito de receber bonificações, pois a incorporação de lucros ou reservas ao capital não gera direito de crédito para o acionista como resulta da deliberação de distribuição de dividendo*"[182] [183].

Já a participação do acionista no acervo da companhia em caso de liquidação é direito essencial previsto no inciso II do art. 109 da Lei das S.A. No entanto, tal direito também não pode ser exercido pela companhia caso, à época de sua liquidação, esta detenha ações de emissão própria em tesouraria. Isso porque o rateio do próprio acervo que, por ventura, viesse a ser distribuído à companhia, voltaria a integrar o seu patrimônio em liquidação. Isso faria com que a parcela assim recebida fosse novamente partilhada e distribuída entre os acionistas e a companhia, o que deveria ocorrer sucessivamente até o seu fim, sob pena da companhia não conseguir concluir a sua liquidação. O procedimento não faz sentido, sendo correto excluir a companhia da participação em seu próprio acervo no caso de liquidação, cancelando as ações de emissão própria que estejam em tesouraria.

II.5.3.2.3. Outros direitos essenciais

Resta-nos analisar a situação dos demais direitos essenciais das ações de emissão própria mantidas em tesouraria: o direito de fiscalização; o direito de preferência para a

[181] Processo n° RJ2008/6446, decidido pelo Colegiado da CVM em 25 de novembro de 2008.
[182] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011. pp. 216-217.
[183] Sobre a capitalização de ações em tesouraria veja-se, também, Bulhões, Carlos Eduardo. Estudo sobre o artigo 30 da Lei das S/A. *in Opiniões Jurídicas,* Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 52-54.

subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e o direito de retirada.

O direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, previsto no inciso III, trata-se do "*direito de exigir, quer para defender os seus próprios interesses, quer para defender os interesses comuns a todos os acionistas, que a sociedade funcione regularmente, dentro da lei e dos estatutos, para a consecução de seu objetivo*"[184]. Apenas pela definição de tal direito podemos concluir que o seu exercício pela companhia não seria cabível, pois seria configurada uma hipótese de conflito de interesses, já que a fiscalização seria exercida pela própria fiscalizada.

Já o direito de preferência para subscrições de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações[185], debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, por sua vez, também deve ser suspenso para as ações em tesouraria. O exercício de direito de preferência que caberia às ações resultaria na transferência pela companhia de um bem próprio para a integralização de um título seu, assim como a integralização de valores mobiliários com lucros ou reservas de seu patrimônio significaria a capitalização desses recursos sem o respectivo acréscimo ao patrimônio da companhia.

Por fim, o mesmo pode ser constatado para o exercício do direito de retirada pela própria companhia, previsto como direito essencial no inciso V do art. 109. Trata-se do "*poder do acionista de, nos casos previstos na LSA, deixar de ser sócio da companhia mediante formação, por ato unilateral, de negócio jurídico de reembolso, pelo qual aliena suas ações à companhia, e dela recebe o valor de reembolso*"[186]. O direito de reembolso, já referido no item I.2.3. acima, também não pode ser exercido pela companhia que mantiver ações próprias em tesouraria, pois significaria considerar a possibilidade da sociedade pagar a si mesma para se retirar de seu capital, mantendo as ações adquiridas pelo reembolso em tesouraria.

---

[184] Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. II, Rio de Janeiro: Forense, 1953. pp. 39-40.

[185] É vedado às companhias abertas a emissão de partes beneficiárias (art. 47, parágrafo único da Lei das S.A.).

[186] Pedreira, Luis Eduardo Bulhões. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 326.

II.6. Alienação das ações mantidas em tesouraria

Como visto, as ações de emissão própria adquiridas podem ser canceladas, ou mantidas em tesouraria para posterior alienação. A alienação de tais ações foi expressamente autorizada na alínea "c" do §1º do art. 30 da Lei das S.A., tendo a lei, portanto, excluído explicitamente tal operação das vedações à negociação pela companhia com suas ações. Embora menos explorada doutrinariamente do que a aquisição das ações de emissão própria, tal operação não deixa de ser bastante relevante para a vida de uma companhia.

Conforme discorre Orlando Gomes, "*alienação é o ato pelo qual o proprietário, por vontade própria, transmite a outrem o seu direito sobre a coisa. O direito de propriedade perde-se, pela alienação, para o transmitente. É, portanto, forma de extinção subjetiva da propriedade.*". O autor, ainda, referindo-se a Aldo Bozzi, expõe os elementos que compõem o conceito de alienação: (i) *"o destaque voluntário de um direito da posse do titular*"; (ii) "*a manifestação de vontade do mesmo titular dirigida no sentido de que o direito seja atribuído a outro sujeito*"; (iii) "*uma correspondente aceitação da parte deste sujeito*"; (iv) "*um nexo de causalidade ou nexo genérico entre a perda e a aquisição do direito*"; e (v) "*a contemporaneidade entre perda e aquisição e a dependência de um e outro fato da mesma causa jurídica*"[187].

Neste sentido, a alienação das ações mantidas em tesouraria pode ocorrer através da venda, permuta, dação em pagamento ou doação das ações, operações que, como visto, possuem como objeto a transmissão da propriedade (item I.2.1.) e, portanto, podem ser realizadas apenas como exceção à vedação inicial de negociar com ações de emissão própria[188]. A doação pode ser incluída nas operações abrangidas pela alínea "c" do §1º do art. 30 da Lei das S.A. porque, como visto na definição trazida acima, a onerosidade não é um dos elementos essenciais para que a alienação se configure.

---

[187] Gomes, Orlando. Direitos Reais. 18ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2001. p. 185.

[188] "*As ações em tesouraria podem também ser utilizadas , em caso de incorporação de sociedades ou parcela de patrimônio de sociedade cindida, para entrega aos sócios da sociedade incorporada ou cindida em substituição de ações extintas. Por essa via a incorporação pode ser efetuada sem aumento do capital social da incorporadora.*" (Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 554)

As ações mantidas em tesouraria, como já estudado, permanecem com grande parte de seus direitos e obrigações suspensos enquanto estiverem nesta situação mas, como visto, podem ser bonificadas. Consequentemente, com sua alienação, as ações recuperam, por meio de transferência para terceiros, a integralidade de direitos e obrigações suspensos enquanto estiveram em tesouraria.

As operações de aquisição e alienação de ações de emissão própria por companhias abertas, como exploraremos de forma mais aprofundada no próximo capítulo, devem sem, em princípio[189], realizadas em bolsa de valores (art. 9º da Instrução CVM nº 10/80). Não haverá, portanto, o direito de preferência para que os antigos acionistas adquiram as ações alienadas pela companhia, mas a obrigatoriedade para que tais operações ocorram em bolsa de valores buscou garantir a equidade de tratamento entre os acionistas de companhias abertas.

Já para as companhias fechadas, como explica Nelson Eizirik, a alienação de ações mantidas em tesouraria sem o oferecimento de direito de preferência para os antigos acionistas, resultará no tratamento não-equitativo dos acionistas. O autor entende que aplica-se a tal situação a regra prevista no inciso IV do art. 109 da Lei das S.A. que prevê como essencial o direito de preferência dos acionistas na subscrição de ações da companhia. Isso porque "*a eventual exclusão do direito de preferência permitiria que a disciplina legal concernente à negociação de ações de própria emissão pudesse ser utilizada para tornar inócua a proteção que o direito de preferência visa a outorgar ao acionista, qual seja, a possibilidade de manter sua posição acionária na companhia e os direitos patrimoniais e políticos dela decorrente*."[190]. O direito de preferência, portanto, seria a única forma de garantir aos acionistas de uma companhia fechada o mesmo tratamento que a alienação em bolsa de valores acaba por conferir aos acionistas de uma companhia aberta. Aplicar-se-ia, também, para tais hipóteses, a exclusão do direito de preferência no exercício de opção de compra de ações, em analogia ao §3º do art. 171 que exclui o direito de preferência dos acionistas para a subscrição de ações nestes casos. A companhia pode utilizar ações mantidas em tesouraria para cumprir com a outorga de ações decorrentes do exercício de opções

[189] A colocação do termo "em princípio" explica-se porque, como veremos também no capítulo seguinte, há muitas autorizações emanadas pelo Colegiado da CVM para que companhias abertas negociem de forma privada com as ações de própria emissão.
[190] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011. pp. 213-214.

atribuídas a colaboradores através de planos de opção, sendo as ações em tesouraria bastante utilizadas para o cumprimento de tal função.

Com a alienação das ações a companhia buscará recuperar o valor aplicado na aquisição das ações. A Instrução CVM nº 10/80 (art. 18) estabeleceu que o resultado líquido decorrente da operação de alienação de ações próprias deverá ser apurado com base no custo médio ponderado na data da operação e contabilizado, se positivo, como reserva de capital, a crédito de conta específica ou, se negativo, como débito das contas de reservas ou lucros que registraram a origem dos recursos aplicados na aquisição[191].

Sobre a doação de ações de emissão própria, vale lembrar a norma constante da alínea "a" do §2º do art. 154 da Lei das S.A. veda ao administrador a prática de atos de liberalidade à custa da companhia, sendo estes entendido como "*os que diminuem, de qualquer sorte, o patrimônio social, sem que tragam para a sociedade nenhum benefício ou vantagem de ordem econômica*"[192]. A doação de ações de emissão própria pela companhia, portanto, não pode configurar ato de liberalidade praticado pela administração à custa da sociedade, sob pena de responsabilização direta dos administradores.

II.7. Limitações legais à aquisição de ações próprias

São três as limitações inicialmente impostas pela Lei das S.A. no art. 30 para as operações de recompra de ações: quanto à manutenção do capital social da companhia,

---

[191] "*A situação é similar no caso de dação de ações em tesouraria em pagamento de obrigação pecuniária da companhia: a obrigação é cumprida pela entrega das ações; se, por força da regra do §5º do artigo 182, o custo de aquisição das ações foi registrado como redução da conta de reserva disponível, o valor de alienação das ações deve ser registrado (por acréscimo) na mesma conta patrimonial. Já o efeito da alienação gratuita é diferente: nesse caso, não há recuperação do custo de aquisição, e a redução feita na conta de reserva disponível de origem dos recursos aplicados na aquisição torna-se definitiva. A companhia terá incorrido, nessa hipótese, em perda de capital.* (Carlos Eduardo. Estudo sobre o artigo 30 da Lei das S/A. in Opiniões Jurídicas, Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 37).

[192] Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. II, Rio de Janeiro: Forense, 1953. p. 311. Luiz Antonio de Sampaio Campos, por sua vez, comentando a definição trazida por Trajano de Miranda Valverde, dispõe que tal conceituação "*deve, contudo, ser entendida de maneira a não impedir que sejam praticados atos que, embora eventualmente tragam diminuição do patrimônio social, tenham a perspectiva de obter algum retorno para a companhia, ainda que indireto. Essa perspectiva de retorno, é bom que se diga, não precisa traduzir-se imediatamente no aumento do patrimônio social ou em benefícios para a companhia, ainda que conceitual, mas apenas mediatamente, de modo que tanto a perspectiva de retorno direto quanto a de indireto autorizam a pratica do ato*." (Campos, Luiz Antonio de Sampaio. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 1123).

quanto aos recursos passíveis de serem usados nas operações e, especialmente para as companhias abertas, quanto à observância das regras expedidas pela CVM sobre o tema, sob pena de nulidade das operações irregularmente realizadas. O presente item buscará examinar de forma particular as três restrições legais acima referidas.

II.7.1. A manutenção do capital social

A vedação legal à realização de operações de recompra de ações que importem na diminuição do capital social foi prevista na alínea "b", § 1º, do art. 30 da Lei das S.A., e deu origem à alínea "a" do art. 2º, da Instrução CVM nº 10/80, que replica a mesma proibição especificamente para as companhias abertas[193].

O capital social, conforme definição de Alfredo Lamy Filho, "*é a cifra, fixada no estatuto social, do montante das contribuições prometidas pelos sócios para a formação da companhia que a lei submete a regime cogente, cujo fim é proteger os credores sociais*"[194][195]. Através do capital social a sociedade recebe, de seus acionistas,

---

[193] Para Ascarelli há duas séries de normas que tutelam o capital social, "*a primeira, regulando a constituição da sociedade, tem em vista fazer com que o valor efetivo do patrimônio inicial da sociedade não seja inferior ao capital; a segunda tem em vista tutelar a integridade do capital social durante a vida da sociedade, levando em conta a gestão da empresa*." O autor classifica no segundo grupo as regras que proíbem ou limitam a possibilidade da sociedade negociar com ações de sua própria emissão. (Ascarelli, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: Saraiva & Cia., 1945. p. 350-353).

[194] Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2006. p. 197. O conceito de capital social foi desenvolvido pelo mesmo autor no texto "Capital social – Conceito – Atributos – A Alteração Introduzida pela Lei 9.457, de 1997 – O Capital Social no Sistema Jurídico Americano" baseado em palestra realizada na Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro em 1997 (Lamy Filho, Alfredo. Temas de S.A. Rio de Janeiro: Renovar. 2007. pp. 179-187).

[195] "*A LSA mantém e aperfeiçoa o instituto do capital social tal como constituído pelo direito continental europeu: não obstante ter adotado, com adaptações aos princípios de nossa legislação, diversos institutos do direito americano, especialmente os relativos a valores mobiliários difundidos nos mercados internacionais, baseia-se no reconhecimento de que, dadas as características do nosso direito e do nosso sistema cultural, a garantia dos credores, fundada no regime legal do capital social, é mais eficaz do que a dependente exclusivamente da responsabilização dos administradores pela violação de um conceito de maior grau de indeterminação, como o de insolvência da companhia*." (Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2006. pp. 211-212). A importância do capital social é reconhecida no direito europeu, e foi destacada pela Segunda Diretiva do Conselho da União Européia (Second Council Directive 77/91/EEC), datada de 13 de dezembro de 1976, que dispõe em seu preâmbulo: "*considerando que devem ser adotadas normas comunitárias para conservar o capital, que constitui uma garantia dos credores, proibindo, nomeadamente, que seja afetada por indevidas distribuições aos acionistas e limitando a possibilidade de a sociedade adquirir ações próprias*". O regime aplicado nos Estados Unidos, por sua vez, adotou postura diversa, como lembram as palavras de José Luiz Bulhões Pedreira: "*É fato notório que a legislação norte-americana das companhias não adota o conceito de capital social como meio de proteção dos credores, mas baseia essa proteção no instituto do "trust": os administradores da corporation americana têm a responsabilidade fiduciária de um "trustee", e a eficácia dessa responsabilidade é assegurada por sistema cultural e organização judiciária*

"*recursos para, através do desenvolvimento da atividade que constitua o seu objeto, realizar o fim da companhia: obtenção de lucros*"[196].

O conceito de capital social das sociedades modernas encontra-se atrelado à questão do reconhecimento da personalidade jurídica e da responsabilidade limitada dos sócios. Isso porque, em sociedades de responsabilidade ilimitada, os bens dos sócios respondem, após executados os bens sociais, pelas obrigações da sociedade. Nesses tipos societários, caso os bens sociais não sejam suficientes para arcar com as obrigações da sociedade, o credor poderá buscar o patrimônio pessoal dos sócios para a sua satisfação[197].

Decorre, deste cenário, uma situação de conflito entre os interesses dos sócios em preservar o seu patrimônio pessoal e o da sociedade, e os interesses dos credores, que buscam atingi-los. São, neste sentido, as palavras de José Luiz Bulhões Pedreira: "*se os sócios tivessem liberdade ilimitada de promover a transferência dos bens da sociedade para seus patrimônios, inclusive em prejuízo dos credores sociais, o regime de responsabilidade patrimonial deixaria de ser eficaz nas sociedades. Daí as disposições legais sobre responsabilidade solidária dos sócios de alguns tipos de sociedade, e sobre o capital social – como mecanismo de garantia dos credores – nos tipos de sociedade em que a responsabilidade de todos os sócios é limitada*"[198].

Nas sociedades anônimas que, por sua vez, são de responsabilidade limitada[199], há clara separação entre os bens sociais e os bens pessoais dos acionistas, e apenas em

---

inteiramente diferentes dos que temos no Brasil. A lei não precisa criar o regime legal do capital social porque a responsabilidade do "trustee" é suficiente para assegurar que os administradores da companhia se conduzam de modo a respeitar e proteger os direitos dos credores." (Bulhões Pedreira, José Luiz. Direito das Companhias. Vol. II. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 1499).

[196] Rosman, Luiz Alberto Colonna. Capital Social – Princípios da Realidade e da Intangibilidade – Funções e Disfunções (Aumento de Capital da Petrobrás em 2010 e Determinadas Regras do IFRS) *in Direito Societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva. 2013. p. 63.

[197] Veja-se neste sentido, como exemplo, o disposto nos artigos 1.023 e 1.024 do Código Civil, que referem-se às sociedades de tipo societário simples. Nas relações das sociedades simples com terceiros, caso os bens da sociedade não cubram as suas dividas, poderão ser alcançados os bens particulares dos sócios apos executados os bens sociais.

[198] Pedreira, José Luiz Bulhões. Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia. Rio de Janeiro: Forense. 1989. p. 419.

[199] A responsabilidade limitada dos acionistas de uma sociedade anônima encontra subsídio no artigo 1° da Lei das S.A.: "*A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou*

hipóteses especiais a desconsideração da personalidade jurídica da companhia pode ser aprovada para atingir o patrimônio de seus acionistas[200]. Neste contexto, o capital social é único (Princípio da Unidade)[201] e sua cifra deve corresponder às respectivas prestações a que se obrigaram os sócios (Princípio da Realidade), funcionando como proteção aos credores por tratar-se de investimento irrevogável feito pelo acionista (Princípio da Irrevogabilidade), que são livres para convencioná-lo no momento da constituição da sociedade, e de aumentá-lo ou reduzi-lo ao longo de sua duração, observadas as disposições legais (Princípio da Fixidez), mas não são livres para aprovar sua devolução aos acionistas.

Já a preocupação com a manutenção do capital social está diretamente ligada ao Princípio da Intangibilidade (ou da Integralidade)[202], segundo o qual as prestações feitas pelo acionista para integralizar o capital social não lhe podem ser devolvidas, total ou parcialmente, antes de quitadas todas as obrigações da sociedade com seus credores, mesmo na hipótese de sua liquidação. O capital social é, portanto, "intocável", e "*esta ideia será melhor compreendida se se tiver presente que o ativo registra todos os bens e direitos de propriedade da companhia, enquanto o passivo exigível registra as obrigações (dívidas da companhia). O patrimônio líquido – diferença entre ativo menos*

---

adquiridas."

[200] Sobre este ponto, lembramos que o Código Civil de 2002 trouxe para dentro de seu texto a possibilidade da desconsideração da personalidade jurídica de uma sociedade para atingir o patrimônio de seus sócios ou administradores: "*Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica*".

[201] "*Essa unidade, reflete-se num único inventário, num único balanço, embora a sociedade possa ter várias sucursais ou filiais, projetando-se na unidade da garantia que os bens da sociedade representam com relação aos credores.*" (Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2006, p. 197).

[202] "*Este princípio serve de fundamento para uma série de normas da LSA, dentre as quais se destacam as que: (a) só admitem o cômputo no resultado das receitas e rendimentos ganhos, independente da realização em moeda (art. 187, § 1º, I); (b) requerem a destinação de 5% do lucro anual para a formação da reserva legal (art. 193); (c) somente admitem a declaração de dividendos a partir do levantamento de balanço que demonstre a existência de lucros, à conta do lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reservas de lucros (LSA, art. 201, e Código Penal, art. 177, § 1º, VI); (d) somente admitem a compra das próprias ações ou o resgate ou amortização de ações com lucros ou reservas livres (arts. 30, § 1º, alínea "b", e 44); (e) estabelecem a subordinação da restituição de capital aos sócios à não oposição dos credores (art. 174 e Código Penal, art. 177); (f) vedam a participação recíproca em sociedade controlada ou coligada (LSA, art. 244); e (g) estatuem a exigência de restituição, em caso de falência da companhia, de reembolso pago com redução do capital (LSA, art. 45, §§ 6º a 8º).*" Rosman, Luiz Alberto Colonna. Capital Social – Princípios da Realidade e da Intangibilidade – Funções e Disfunções (Aumento de Capital da Petrobrás em 2010 e Determinadas Regras do IFRS) *in Direito Societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva. 2013. pp. 68.

o passivo – corresponde à parcela do ativo originária de capital próprio da companhia. Dito diferentemente, o ativo registra as aplicações de capital (no sentido econômico) que se originam (i) ou de capital de terceiros (dívidas e obrigações da companhia) ou (ii) de capital próprio da sociedade (contribuições dos sócios ou lucros não distribuídos). O patrimônio líquido é formado por diferentes espécies de capital próprio – capital social, reservas de capital, reservas de lucros, lucros acumulados etc. – cada qual submetida a um diferente regime jurídico. Os lucros e reservas de lucros, em princípio, podem ser livremente distribuídos aos acionistas; a reserva de capital pode ser aplicada na aquisição das próprias ações, resgate e amortização das ações, mas, para pagamento de dividendos, somente pode ser usada no caso de ações preferenciais e quando o estatuto prevê expressamente essa possibilidade (arts. 17, § 6º, 200 e 201). O capital social – ou, melhor dizendo, o capital social aplicado no ativo – somente pode ser entregue aos acionistas através de redução de capital, nos termos do art. 174 da LSA, situação na qual a operação só se tornará eficaz se não houver oposição dos credores quirografários." [203].

Neste sentido, Erasmo Valladão A. e N. França e Marcelo Vieira Von Adamek utilizam-se de imagem desenvolvida por Vivante para concluir que o capital social, em verdade, é uma garantia indireta dos credores. Vivante "*compara o capital social a um recipiente, destinado a medir os grãos, que representam, nessa imagem, o patrimônio social. Os grãos podem exceder o recipiente – caso em que a sociedade estará lucrando – ou podem não chegar a enchê-lo – caso em que a sociedade estará experimentando prejuízo*"[204]. Para os autores a garantia direta dos credores está no conteúdo do recipiente, ou seja, nos bens e direitos que a sociedade possui em seu patrimônio – essencialmente mutável, e o capital social, essencialmente fixo, constitui, na verdade, garantia indireta dos credores[205].

---

[203] Rosman, Luiz Alberto Colonna. Capital Social – Princípios da Realidade e da Intangibilidade – Funções e Disfunções (Aumento de Capital da Petrobrás em 2010 e Determinadas Regras do IFRS) *in Direito Societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva. 2013. pp. 67.

[204] Vivante, Cesare. Trattato di Diritto Commerciale. 5ª Ed. Milão. Vallardi. 1923. Vol. 2. P. 193 apud França, Erasmo Valladão A. e N. Adamek, Marcelo Vieira Von. A Proteção aos Credores e aos Acionistas no Aumento de Capital. Revista do Advogado. pp. 34-35.

[205] França, Erasmo Valladão A. e N. Adamek, Marcelo Vieira Von. A Proteção aos Credores e aos Acionistas no Aumento de Capital. Revista do Advogado. pp. 34-36.

Tal entendimento nos parece correto porque, possivelmente, um credor relevante de uma companhia não contará apenas com o seu capital social como garantia. Com efeito, mesmo o patrimônio social não será provavelmente considerado de forma singular. Um credor se valerá de garantias adicionais, reais ou fidejussórias, que assegurem seus interesses. Mauro Penteado lembra, ainda, que a fixação da cifra do capital social é uma decisão unilateral e, em principio, discricionária dos acionistas, não havendo participação dos credores nas decisões relativas a sua modificação, ressalvado o disposto no art. 174 da Lei das S.A.[206]

Resta claro, de qualquer forma, que ao vedar operações de recompra de ações que importem na diminuição do capital social da companhia, a Lei das S.A. buscou proteger os credores sociais. Como visto, mesmo que se entenda que o capital social não representa uma garantia direta ou robusta para os credores, ele faz as vezes de garantia indireta, pois as contribuições dos acionistas utilizadas para sua a integralização passam a integrar o patrimônio da sociedade.

II.7.2. As reservas aplicáveis na operação

A Lei das S.A. (alínea "b", § 1º, do art. 30) estabeleceu que a aquisição de ações de própria emissão deve utilizar recursos disponíveis da companhia, esses limitados ao valor do saldo de lucros ou reservas[207], exceto a legal. Tal restrição deriva do já referido Princípio da Intangibilidade do capital social, segundo o qual a transferência do patrimônio da companhia para o vendedor das ações em uma recompra não poderá reduzir o capital social, que deverá permanecer íntegro no ativo patrimonial.

---

[206] Penteado, Mauro Rodrigues. Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 1988. pp. 15-17.

[207] "*A palavra 'reserva' significa patrimônio líquido excedente do capital social que tem destinação estabelecida na lei ou no estatuto; o que excede do capital social e não tem destinação específica é classificado como 'lucros acumulados'.*" Pedreira, José Luiz Bulhões. Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia. Rio de Janeiro: Forense. 1989. pp. 423. O mesmo autor, em obra mais recente, explica que "*no balanço patrimonial do encerramento do exercício social não deveria ser positivo o saldo da conta 'lucros (ou prejuízos) acumulados'. Na linha desse entendimento é a norma do §6º do artigo 202 da LSA – acrescido pela Lei nº 10.303, de 2001 –, segundo a qual os lucros não destinados à reserva legal, às reservas estatutárias, à reserva para contingências, à retenção para atender orçamento de capital aprovado por assembleia geral e à reserva de lucro a realizar devem ser distribuídos como dividendos. A partir do entendimento de que o saldo da conta 'lucros (ou prejuízos) acumulados' não podia ser positivo, mas apenas negativo (prejuízo), não era necessária a existência daquela conta patrimonial.*" (Bulhões Pedreira, José Luiz. Direito das Companhias. Vol. II. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 1590).

Apesar da Lei das S.A. ter excluído apenas a reserva legal, não se pode inferir que as demais reservas possam ser utilizadas para a aquisição de ações de emissão própria. Como ensinam os autores da Lei das S.A., "*a lei contém normas que regulam o reconhecimento de lucro e a destinação de cada reserva, e a determinação dos lucros aplicáveis na compra de ações requer a interpretação sistemática de todas essas normas*."[208].

O capital de uma companhia, como explica Nelson Eizirik, pode "*ser dividido em reservas de várias naturezas. Essa divisão distingue o capital 'original', aportado pelos acionistas, do capital 'adicional', originado de diversos fatores. Algumas dessas divisões decorrem de dispositivos estatutários e outras de normas da Lei das S.A.*"[209]. A Lei das S.A., ao estabelecer o grupo de contas do balanço patrimonial, classificou as contras de patrimônio líquido em (i) capital social; (ii) reservas de capital; (iii) ajustes de avaliação patrimonial; (iv) reservas de lucros (aqui inclusa a reserva legal); (v) ações em tesouraria e prejuízos acumulados (art. 178, §2º, alínea III).

A reserva legal, prevista no art. 193 da Lei das S.A., foi a única que teve a sua utilização expressamente excluída pela lei para operações de recompra, e não pode ser aproveitada porque busca proteger os credores sociais, pois possui a finalidade de assegurar a integralidade do capital social. Para sua formação, após apurado o lucro do exercício, o montante de 5% deve, obrigatoriamente, ser aplicado na constituição da reserva legal, no limite de 20% do capital social. A constituição de tal reserva impede que a companhia distribua todo o seu lucro, resultando em um patrimônio líquido muito próximo ao capital social. Os recursos constantes da reserva legal apenas podem ser utilizados para compensar prejuízos ou aumentar o capital social da companhia (§2º do art. 193), não sendo, portanto, disponíveis para operações de aquisição de ações de emissão própria.

Passando para a divisão do patrimônio líquido, as reservas de capital são, por sua vez, compostas pelas contas que registrarem (i) a contribuição do subscritor de ações

---

[208] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 550.
[209] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II. São Paulo: Quartier Latin. 2011. P. 607.

que ultrapassar o valor nominal, e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias, ou seja, o ágio; e (ii) o produto da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição (art. 182, §1º). Os recursos que formam as reservas de capital, portanto, não têm origem em lucros aferidos pela companhia, mas sim em transferências de capital de outros patrimônios não designadas à formação do capital social, recebidas pela companhia através de emissão de valores mobiliários. Considerando que a sua utilização não significa prejuízo ao capital social, a Lei das S.A. considerou os valores constantes de reservas de capital como recursos disponíveis para a recompra de ações pela companhia (art. 200, inciso II).

Já os ajustes de avaliação patrimonial trata-se de conta inserida na Lei das S.A. pela Lei nº 11.638/07, na qual são classificadas "*enquanto não computadas no resultado do exercício em obediência ao regime de competência, as contrapartidas de aumentos ou diminuições de valor atribuídos a elementos do ativo e do passivo, em decorrência da sua avaliação a valor justo*" (art. 182, §3º). A conta ajustes de avaliação patrimonial eliminou a figura da reserva de reavaliação, e o seu saldo "*representa os montantes acumulados de lucros ou prejuízos ainda não realizados decorrentes da mensuração de determinados ativos e passivos pelo 'valor justo'. São valores que oscilam com o passar do tempo, mas que, em algum momento, transitarão pela demonstração do resultado*."[210]. Tal conta, por sua natureza, não representa lucros que possam ser aplicados na recompra de ações pela companhia sem que exista risco para o capital social, tendo em vista serem valores estimados que, enquanto não forem realizados, não podem ser considerados como certos ou disponíveis.

As reservas de lucros, por sua vez, são (i) a reserva legal (art. 193); (ii) as reservas estatutárias (art. 194); (iii) as reservas para contingências (art. 195); (iv) a reserva de incentivos fiscais (art. 195-A); (v) a reserva de lucros a realizar (art. 197) e a (v) reserva para pagamento de dividendo obrigatório (art. 202, §5º). A reserva legal foi analisada acima e, como visto, não é disponível para a recompra de ações.

[210] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II. São Paulo: Quartier Latin. 2011. pp. 588-589.

As reservas estatutárias são as criadas pelo estatuto social, que deve indicar precisamente a sua finalidade, fixar critérios de aportes de lucros líquidos, e estabelecer seu limite máximo. Não há, portanto, impedimento para que seja criada uma reserva estatutária para adquirir ações de emissão própria pela companhia, podendo seus recursos serem utilizados desta forma apenas no caso da previsão estatutária específica para a recompra de ações.

As reservas para contingências são criadas pela assembleia geral através de proposta dos órgãos da administração. Com a sua constituição, parte do lucro líquido será utilizado com a finalidade de compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda considerada provável, e cujo o valor possa ser estimado. A sua reversão deverá ocorrer no exercício social em que deixarem de existir as razões que justificaram a sua criação, ou em que ocorrerem as perdas estimadas (art. 195, §2º). A aplicação de reservas para contingências é, por conta de sua finalidade, incompatível com a aquisição de ações de emissão própria pelas sociedades anônimas.

A reserva de incentivos fiscais, instituída pela Lei nº 11.638/07, é criada pela assembleia geral, através de proposta dos órgãos da administração para destinar parte do lucro líquido decorrente de doações ou subvenções governamentais para incentivos. Tais contas eram classificadas como reserva de capital conforme previsão da alínea "d" do §1º do art. 182, revogada pela Lei nº 11.638/07. Como já referido, a reserva de capital é considerada como recurso disponível para a aquisição de ações de emissão própria, e assim eram anteriormente tratadas as subvenções e doações para investimento recebidas pela companhia.

Segundo Nelson Eizirik, "*não havendo risco para as atividades da companhia, não estando condicionados ao cumprimento de determinada obrigação e não afetando a sua solvabilidade, nada impede a distribuição como dividendo dos valores relativos a doações e subvenções para investimentos provenientes do Governo*". Continua o autor explicando que, por outro lado, "*se a distribuição de certos valores como dividendo coloca em risco a operação da sociedade, por reduzir sua liquidez ou por forçá-la a*

captar dinheiro no mercado em circunstancias desfavoráveis, deve a assembleia geral suspender a sua distribuição"[211].

Sendo, portanto, possível a utilização dos valores constantes da reserva de incentivos fiscais, se disponíveis, para a distribuição de dividendos, tais valores podem também ser utilizados para adquirir ações de emissão própria. Lembramos, neste sentido, as seguintes palavras de Luiz Antonio de Sampaio Campos no sentido de que o tratamento atribuído ao lucro distribuível como dividendo deve ser o mesmo para a recompra de ações: "*apenas lucro distribuível como dividendo, não sujeito à concordância dos credores, pode ser utilizado na recompra de ações, e desde que não prejudique o dividendo obrigatório ou prioritário*"[212].

Já a reserva de lucros a realizar possui destinação específica, e não é considerada livre para que a companhia utilize seus recursos em operações de recompra de ações. Na hipótese do dividendo obrigatório ser superior à parcela contábil e economicamente realizada do lucro líquido do exercício, a assembleia geral poderá autorizar a constituição de reserva de lucros a realizar. A sua criação, conforme prevista no art. 197 da Lei das S.A., é optativa. Quando os lucros a realizar forem financeiramente realizados, e caso não sejam absorvidos por prejuízos acumulados, serão acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização. A utilização da reserva de lucros a realizar para a recompra de ações, se fosse permitida, seria prejudicial aos acionistas minoritários, porque afetaria a distribuição do dividendo obrigatório. Como ensina José Luiz Bulhões Pedreira, "*a função do regime legal do dividendo obrigatório é conferir aos acionistas minoritários poder jurídico que se exerce contra a maioria dos acionistas que define a política de dividendos e fixa seu montante anual*"[213]. Os recursos da reserva de lucros a realizar, portanto, não poderão ser utilizados para a aquisição de ações de emissão própria pela companhia.

---

[211] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 61.

[212] Campos, Luiz Antônio de Sampaio. Utilização do Lucro do Exercício: Dividendo e Recompra *in Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Editores. 2011. p. 442.

[213] Lamy Filho, Alfredo. Pedreira. José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. Vol. II. Rio de Janeiro: Renovar. 1996. p. 513. Descreve José Luiz Bulhões Pedreira que, no regime legal anterior, o poder atribuído à maioria para fixar a política de dividendos era muitas vezes utilizado de forma abusiva, lembrando haver companhias altamente rentáveis que passaram mais de 20 anos sem qualquer distribuição, com a consequente depreciação das ações pertencentes às minorias.

A reserva especial de dividendo obrigatório não distribuído, por sua vez, tem por objetivo registrar o dividendo obrigatório não distribuído nos exercícios sociais em que os órgãos da administração informem à assembleia geral ordinária que tal distribuição é incompatível com a situação financeira da companhia. Tais dividendos são, obrigatoriamente, registrados na reserva especial de dividendo obrigatório não distribuído e têm destinação específica: caso não sejam absorvidos por prejuízos posteriores, devem ser distribuídos aos acionistas como dividendos, tão logo a situação econômica da companhia assim permita. Como comentado acima, a utilização de valores referentes ao dividendo obrigatório para recomprar ações da companhia prejudicaria os acionistas minoritários. Tais recursos, portanto, têm destinação específica e não são disponíveis para a aquisição de ações de emissão própria.

A Instrução CVM n° 10/80 (art. 7°) trouxe, expressamente, previsão sobre o tema, considerando disponíveis todas as reservas constantes do último balanço social, exceto a reserva legal (alínea "a"), a reserva de lucros a realizar (alínea "b"), a reserva especial de dividendo obrigatório não distribuído (alínea "c"), a reserva de reavaliação (alínea "d") e a reserva de correção monetária do capital realizado (alínea "e"). Analisaremos, no próximo capítulo, tais disposições.

Interessante notar, por fim, que a Procuradoria Federal Especializada da CVM manifestou-se favoravelmente à possibilidade de uma companhia aberta contratar financiamento para a aquisição de ações de emissão própria. Assim, é possível "*concluir, com razoabilidade, que inexiste qualquer vedação para tanto, desde que o financiamento seja contratado observando-se os limites do 'saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social.'*"[214]. Ademais, para a Procuradoria, tendo em vista que a contratação de financiamento proporciona a aquisição de ações com a utilização de recursos que não saldo de lucros ou reservas disponíveis, deve incidir a regra do art. 23 da Instrução CVM nº 10/80, que torna necessária a autorização prévia da CVM caso a autarquia entenda estar diante de um caso especial e circunstanciado[215].

[214] Parecer/CVM/PJU/Nº 020, de 5 de novembro de 1998.
[215] Parecer/CVM/PJU/Nº 020, de 5 de novembro de 1998.

II.7.3. As restrições às companhias abertas

Tanto a Lei das S.A. (§2º, art. 30), como a Lei nº 6.385/76 (§ 1º, inciso III, do art. 22), delegaram à CVM competência para normatizar a aquisição das próprias ações por companhias abertas. Com bastante rigor a Lei das S.A., ainda, dispôs que a CVM poderia subordinar as operações de recompra de ações a sua prévia autorização em cada caso, sob pena de nulidade (art. 30, §2º, da Lei das S.A.).

No que se refere ao mercado de capitais, é possível verificar duas espécies de regulação: a autorregulação, exercida pelos próprios integrantes do grupo a ser regulado, e a hetero-regulação, imposta por agências públicas, e que nos interessa para os fins do presente estudo. Como explica Rachel Sztajn, "*a hetero-regulação é forma de intervenção do Estado no domínio econômico que se manifesta não mediante o exercício da atividade, mas pela atribuição de competência normativa a agências ou órgãos da administração indireta*."[216].

Neste sentido, a Lei nº 6.385/76 atribuiu competência normativa à CVM, dispondo caber à autarquia "*regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações*". Trata-se, de todas as funções exercidas pela CVM (normativa, fiscalizadora e sancionadora), a mais discutida, pois há quem entenda que a atribuição de competência normativa representaria uma invasão da esfera do Poder Legislativo, por força do princípio da separação de poderes[217].

Contudo, o direito administrativo, atualmente, "*desloca o tratamento das autarquias especiais do âmbito do controle exclusivo do Poder Executivo, para situá-las como entidades dotadas de autonomia e, portanto, independentes de todos os Poderes estatais, daí resultando a afirmativa de que atuam como se fossem poderes legiferantes ou como se fossem órgãos judicantes.*"[218]. Isso não significa que não recaia

---

[216] Sztajn, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários *in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 135. São Paulo: Editora Malheiros, 2004. p. 138.
[217] Para um aprofundamento da questão, veja-se Oliveira, Fernando A. Albino. Poder Regulamentar da CVM. Tese apresentada para Doutoramento em Direito Econômico na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Professor Geraldo de Camargo Vidigal. 1989.
[218] Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008. p. 250.

qualquer forma de controle sobre as agências reguladoras. Apesar de possuir autonomia para normatizar, fiscalizar e sancionar dentro de seu âmbito de atuação, todos os seus atos são passíveis, *a posteriori*, de controle dos Poderes Legislativo, Executivo e Judiciário. Assim, "*ditas agências não são tão independentes quanto são autônomas, ou seja, não possuem independência para agir livres de parâmetros legais, mas são dotadas de autonomia para que possam desenvolver, com imparcialidade, suas atividades*"[219].

A delegação de poderes para a CVM elaborar normas, ademais, atende ao dinamismo do mercado de capitais. O processo legislativo é moroso, e não pode ser comparado com a eficiência da atuação de uma autarquia altamente especializada. A atuação da CVM, neste sentido, é pautada pela eficiência de seus atos, buscando rapidez na resolução das questões que lhe são postas[220].

A autonomia necessária para sua atuação encontra-se legalmente reconhecida no art. 5º da Lei nº 6.385/76, que dispõe que a CVM é "*entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária*".

Quanto às normas editadas pela CVM, estas possuem natureza de "*regulamentos delegados, que devem se situar dentro dos limites da lei, intra-legem, respeitadas as finalidades legais e a ordem jurídica.*"[221]. Os atos passíveis de emissão pela CVM

---

[219] Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008. pp. 250-251.

[220] Concordamos com a integralidade das palavras postas por José Luiz Bulhões Pedreira, em artigo escrito para a comemoração dos 25 anos da criação da Autarquia: "*A atuação da CVM, desde sua implantação, mostrou o acerto da decisão de criá-la, e o balanço de seus primeiros 25 anos revela que foram alcançados, em grande parte, os objetivos que inspiraram a sua criação: a presença do Estado no mercado de valores mobiliários tornou-se mais ostensiva e o exercício das atribuições legais mais eficiente. E, não obstante algumas criticas e reclamações procedentes, é inquestionável que a CVM se tornou um órgão de destaque no conjunto da administração federal, integrado por servidores dedicados e competentes e dirigido por profissionais de alto nível. E se mais não conseguiu realizar, foi em grande parte por falta de recursos financeiros adequados que permitam formar e renovar o quadro de pessoal, que poderia ter sido evitada pela criação de taxa de fiscalização destinada a custear seus serviços se o Tesouro Nacional não tivesse se apropriado da maior parte do produto da sua arrecadação.*" (Pedreira, José Luiz Bulhões. 25 Anos de CVM in Revista da CVM, nº 35. 2002. p. 7).

[221] Oliveira, Fernando A. Albino. Poder Regulamentar da CVM. Tese apresentada para Doutoramento em Direito Econômico na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Professor Geraldo

foram regulados pela Deliberação CVM nº 1, de 23 de fevereiro de 1978, sendo as Instruções utilizadas para "*para consubstanciar os atos através dos quais a CVM, nos termos do disposto no inciso I do Art. 8º da LEI Nº 6.385, de 07-12-1976 (Lei que dispõe sobre o Mercado de valores Mobiliários e cria a CVM) regulamentará as matérias expressamente previstas naquela Lei e na LEI Nº 6.404, de 15-12-76 (Lei das Sociedades por Ações)*".

A delegação de poderes para a expedição de normas sobre operações de recompra de ações, por sua vez, resultou na edição da Instrução CVM n° 10/80 pela autarquia, que "*dispõe sobre a aquisição, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão para cancelamento ou permanência em tesouraria, e respectiva alienação*", e na Instrução CVM nº 390/03, que "*dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções*".

Passaremos, no próximo capítulo, a analisar especificamente a realização de operações de aquisição de ações de emissão própria por companhias abertas, passando, necessariamente, pelas regras estipuladas pela CVM para as operações.

---

de Camargo Vidigal. 1989.

III. A aquisição de ações de emissão própria por companhias abertas

Iniciaremos, no presente Capítulo, a análise das operações de aquisição de ações de emissão própria por companhias abertas, sob a ótica da regulamentação aplicável. Como já referido no item II.7.3., tanto a Lei das S.A. (§2º, art. 30), como a Lei nº 6.385/76 (§ 1º, inciso III, do art. 22), atribuíram competência à CVM para a criação de normas referentes à recompra de ações por companhias abertas. A autarquia, por sua vez, utilizando-se dos poderes recebidos, editou a Instrução CVM n° 10/80 e a Instrução CVM n° 390/03.

Como já referido, a análise das disposições legais das operações de aquisição de ações de emissão própria, até então realizada no Capítulo II deste trabalho, aplica-se tanto às companhias abertas quanto às fechadas. Já os apontamentos que realizaremos neste Capítulo III, por sua vez, referem-se às companhias abertas[222].

III.1. A regulação pela CVM

A CVM foi instituída pela Lei nº 6.385/76, em dezembro de 1976, e sua primeira norma foi expedida no ano de 1978. A Instrução CVM n° 10/80, por sua vez, foi editada em 14 de fevereiro de 1980 e constituiu, desta forma, um dos primeiros normativos editados pela autarquia. Em vigor até os dias atuais, trata-se da principal regra a ser seguida por companhias abertas para uma aquisição de ações de emissão própria para cancelamento ou permanência em tesouraria, assim como para a posterior alienação das ações adquiridas[223][224].

---

[222] Sobre a contabilização das operações, aplicam-se às companhias abertas as observações realizadas no item II.5.1. acima.

[223] Já a Instrução CVM n° 390/03, que será referida no item III.8., deve ser observada na hipótese de negociação por companhias abertas com opções lastreadas em ações de sua própria emissão.

[224] O presente estudo terá como objeto principal as regras expedidas pela CVM tendo como base o art. 30, §2º da Lei das S.A. e no art. 22, §1º, alínea III da Lei nº 6.385/76, que autorizaram a Autarquia a expedir normas sobre a aquisição e a alienação de ações emitidas pela própria companhia aberta. Há outras regras que também devem ser observadas pelas sociedades ao recomprarem as suas ações, como regras de divulgação de informações e contabilização das operações, e que poderão ser referidas ao longo do presente trabalho, mas que não serão objeto de exame pontual.

As regras constantes da Instrução CVM n° 10/80 aplicam-se às aquisições de ações de emissão própria para cancelamento ou permanência em tesouraria, e sua respectiva alienação, estendendo-se ainda, no que couber, às (i) aquisições de ações de companhia aberta por suas coligadas e controladas[225] com o fim de mantê-las em tesouraria, bem como à alienação destas ações; e (ii) alienações de ações caídas em comisso[226] ou de ações reembolsadas[227] à conta de lucros ou reservas.

A elaboração da Instrução CVM n° 10/80 foi precedida de um estudo interno denominado Projeto de Normatização n° VIII: "Ações em Tesouraria", assim como foi acompanhada pela Nota Explicativa n° 16/80. Ademais, a Instrução CVM n° 10/80 sofreu, em seus mais de 30 anos de vigência, apenas alterações pontuais relativas, primordialmente, à quantidade de ações que podem ser mantidas em tesouraria (atualmente 10% de cada classe de ações em circulação no mercado)[228], e ao prazo máximo para a realização das operações autorizadas (atualmente 365 dias)[229]. A essência da Instrução, portanto, manteve-se preservada desde a década de 80.

Não pretendemos, contudo, nos ater a traçar comentários sobre a literalidade das disposições da Instrução CVM n° 10/80. Lembramos, neste sentido, que a atuação regulatória da CVM pauta-se pela flexibilidade e pela eficiência necessárias para a disciplina eficaz do mercado de capitais, observado sempre o princípio da legalidade de seus atos. Desta forma, as instruções expedidas pela CVM são suscetíveis a adaptações,

---

[225] As definições de sociedades controladas e coligadas foram tratadas no item II.3.3.2.: (i) "*nos termos dos §§1º, 3º e 4º do art. 243 da Lei das S.A., são coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa. Para tanto, considera-se haver influência significativa quando a investidora detenha ou exerça o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la. Ademais, é presumida a influência significativa quando a investidora for titular de 20% ou mais do capital votante da investida, sem contudo controlá-la*"; e (ii) "*nos termos do §2º do art. 243 da Lei das S.A., 'considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.'*".

[226] "*Se a companhia não conseguir, mediante execução judicial ou veda em leilão na bolsa, a integralização das ações, poderá declará-las caducas, fazendo sãs as entradas realizadas: (i) integralizando-as com lucros ou reservas, exceto a legal, caso em que passarão a constituir ações em tesouraria, sujeito ao disposto nas alíneas "b" e "c" do §1º do artigo 30; ou (b) se não tiver lucros e reservas suficientes, terá o prazo de 1 ano para colocar as ações caídas em comisso (art. 107, §4º).*" (Barbosa, Marcelo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 293).

[227] Como já referido no item I.3., as ações reembolsadas podem ser mantidas em tesouraria.

[228] O art. 3º da Instrução CVM nº 10/80 foi alterado pela Instrução CVM nº 100, de 13 de junho de 1989, Instrução CVM nº 111, de 11 de janeiro de 1980, Instrução CVM nº 268, de 13 de novembro de 1997.

[229] A alínea c do art. 8º da Instrução CVM nº 10/80 foi alterado pela Instrução CVM nº 390/03, que também atualizou a redação do art. 21 para prever que as informações da operação também deverão constar do Formulário Informações Trimestrais – ITR das companhias.

e podem ter seus termos revistos para acompanhar as necessidades do mercado identificadas pela autarquia. Assim sendo, qualquer análise restrita aos termos exatos de uma regra está sempre sujeita a ser rapidamente superada[230], especialmente quando tratamos da Instrução CVM n° 10/80 que, por conta de sua antiguidade, em algum momento será objeto de reforma pela CVM[231]. Nossa análise normativa será realizada, portanto, com destaque para os principais interesses que o regulador buscou proteger ao desenvolver a regra. Veja-se, neste sentido, a proposta feita no item III.2. a seguir.

Ressaltamos, ademais, que a aplicação das disposições da Instrução CVM n° 10/80 às operações de recompra foi acompanhada, desde o início, da possibilidade de dispensa prevista no art. 23 da norma, que permite expressamente que a CVM autorize, previamente, em casos especiais e plenamente circunstanciados, operações de recompra que não se ajustem às disposições da Instrução, desde que observadas as vedações às operações constantes de seu art. 2º. Trata-se de dispositivo recorrentemente invocado pelo mercado[232], e que também relativiza a precisão de uma analise literal da norma.

Não há dúvidas de que a dispensa do cumprimento das normas expedidas pela CVM deve ser exceção, sob pena de casos semelhantes serem tratados de forma diferenciada. Isso porque a observância das normas expedidas traz previsibilidade para os interessados, o que, ao final, significa maior segurança jurídica para o mercado[233]. No entanto, quando da elaboração da Instrução CVM n° 10/80 não havia um longo

---

[230] Leis também podem ser alteradas, mas o processo legislativo é, em geral, moroso quando comparado à expedição de atos normativos administrativos.

[231] A CVM tem adotado o salutar processo de colocar suas normas em audiência pública para que o mercado possa tecer comentários antes de sua aprovação. Tal procedimento foi autorizado pelo art. 8º, §3º, inciso I da Lei nº 6.385/76, que dispõe que a CVM poderá "*publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados*". A possibilidade de manifestação de interessados antes da edição de uma norma aproxima a CVM de seus regulados, e busca evitar a expedição de normas inexequíveis pelos regulados.

[232] A CVM já autorizou, em grande quantidade de casos, a dispensa de certos requisitos da Instrução CVM nº 10/80, com base em seu art. 23. Desta forma, tendo em vista a impossibilidade de listar todos os casos já analisados pela Autarquia, faremos ao longo dos próximos itens deste Capítulo III menção aos processos que entendemos ser relevantes conforme os assuntos tratados. Como mencionaremos, grande parte dos precedentes a que faremos referência foram iniciados com a requisição de dispensa de alguma disposição da Instrução CVM nº 10/80.

[233] Há outras hipóteses em que a CVM reconheceu a possibilidade de excepcionar o cumprimento de certas disposições de suas normas. É possível citar, por exemplo, o disposto no art. 9° da Instrução CVM n° 444, de 8 de dezembro de 2006, que permite expressamente que a CVM exima um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados ("FIDC-NP") do cumprimento de dispositivos da Instrução CVM n° 356, de 17 de dezembro de 2001, que regula o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, e tem aplicação subsidiária ao FIDC-NP. Para tanto, a CVM pode excepcionar o cumprimento de regras desde que observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor.

período da instituição da recompra de ações no Brasil – lembre-se que as operações foram autorizadas em 1965 para as companhias de capital autorizado, mas apenas em dezembro de 1976 para todas as companhias. A CVM não tinha, naquele momento, informações suficientes para prever as situações que poderiam surgir e optou, a nosso ver de forma acertada, por uma regulação com foco na operacionalização da recompra, acompanhada da faculdade de excepcionar situações específicas e circunstanciadas. A opção pela previsão de um elenco taxativo de casos engessaria a norma e a atuação do mercado, assim como a escolha por subordinar as operações realizadas a autorização caso a caso demandaria muito o trabalho das áreas técnicas da CVM. Qualquer destas opções, possivelmente, seriam menos vantajosas para a CVM do que o caminho escolhido.

Este panorama foi reconhecido na Nota Explicativa n° 16/80, que dispôs que "*a CVM, a propósito da impossibilidade de visualizar todas as hipóteses fáticas com relação às ações em tesouraria, não afasta definitivamente a utilização do expediente quando, mesmo sem a obediência a algum dispositivo, que não os insuplantáveis, previsto na Instrução, a aquisição ou venda das próprias ações possam ser realizadas sem prejuízo para a companhia, para o acionista ou para o mercado. Para tanto, o exame prévio, previsto pelo art. 23 tem por fim possibilitar o uso da mecânica em caráter excepcional.*"[234].

O art. 23 da Instrução CVM n° 10/80 previu, ainda, que as normas constantes do art. 2º da mesma regra não poderiam ser objeto de dispensa de cumprimento pela CVM, mesmo que a autarquia estivesse diante de um caso especial e plenamente circunstanciado. Não podem, portanto, ser realizadas operações de recompra de ações que (i) importem em diminuição do capital social; (ii) utilizem recursos superiores ao

[234] O estudo prévio à Instrução CVM n° 10/80 desenvolvido pela CVM também dispôs sobre o tema "*neste primeiro momento de vigência da nova Lei, difícil seria prever-se taxativamente o elenco de situações em que a operação será admitida, ou adotarem-se critérios definidos de proibições ou exigências, quando o costume ainda não lançou raízes profundas no campo jurídico do mercado de capitais. Em outras palavras, diante da ausência de registros mais sólidos atinentes à prática ora em exame no mercado nacional, os dados oficiais disponíveis não permitem a fundamentação normativa de forma definitiva, pelo que, de imediato, pensamos ser de todo conveniente, para evitar a vacância regulamentar, editar a CVM ato que, bem enunciando os princípios pelos quais a operação somente pode ser realizada em caráter de excepcionalidade, regule minuciosamente sua realização, sujeitando-se a rígidos requisitos de forma e conteúdo.*" (Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Projeto de Normatização nº VIII: Regulamentação da Aquisição das Próprias Ações pela Companhia (ações em tesouraria). Coordenação da Superintendência Jurídica. Rio de Janeiro, 1979 – Estudo jurídico, p. 7).

saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço; (iii) criem, por ação ou omissão, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações; (iv) envolvam práticas não eqüitativas; (v) tenham por objeto ações não integralizadas; (vi) tenham por objeto ações pertencentes ao acionista controlador; ou (vii) ocorram quando estiver em curso oferta pública de aquisição de ações da companhia. Tais vedações serão examinadas nos itens III.3.1. a III.3.7. a seguir, e compõem o que denominamos de principais vedações para a recompra de ações já que, em princípio, não podem ser objeto de exceção.

Como veremos, parte das restrições consideradas intransponíveis pelo art. 23, como a diminuição do capital social, a utilização de recursos não disponíveis, ou a aquisição de ações não integralizadas, se autorizadas, realmente não poderiam ser objeto de dispensa pela CVM por confrontarem o disposto na alínea "b" do §1º do art. 30 da Lei das S.A. Isso porque aquisições de ações de emissão própria assim realizadas poderiam afetar o capital social da companhia.

O mesmo pode ser considerado para a realização de operações de recompra de ações que criassem, por ação ou omissão, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações, ou envolvessem práticas não eqüitativas. A Lei nº 6.385/76 atribuiu poderes para a CVM definir tais praticas (art. 4º combinado com o art. 18, inciso II, "b") e, por serem ilícitos administrativos, não poderiam de qualquer foram ser objeto de dispensa pela autarquia. Tal delegação de poderes resultou na edição da Instrução CVM n° 8/79, que veda "*aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não eqüitativas*" [235].

Contudo, não era necessário a CVM privar-se da possibilidade de dispensar o cumprimento de uma norma própria que não violasse qualquer preceito legal. Pensamos

[235] Sobre a importância da Instrução CVM n° 8/79: "*considerando a especial relevância dos bens jurídicos ou valores tutelados pela vigência da norma, quais sejam, a confiabilidade, a transparência, a equidade ou, simplesmente, o funcionamento regular do mercado de valores mobiliários, a norma também prevê a possibilidade de punição agravada daqueles que, pelo seu comportamento, atentarem contra os interesses nela albergados*." (Santos, Alexandre Pinheiro dos. Osório, Fábio Medina. Wellisch, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais. Regime Sancionador. São Paulo: Editora Saraiva. 2012. p. 110).

que a vedação para a aquisição de ações pertencentes ao acionista controlador, ou a recompra quando estiver em curso oferta pública de aquisição de ações da companhia, não deveriam constar do rol de vedações que em princípio não podem ser objeto de dispensa pela CVM[236].

São, neste sentido, as palavra de Luiz Antonio de Sampaio Campos, em voto proferido na decisão do Processo CVM RJ2004/3666. Apesar de analisar especificamente a possibilidade da negociação privada de ações em tesouraria[237], o ex-Diretor da CVM examina a questão da dispensa do cumprimento de regras pela autarquia: "*não é a lei que veda a negociação privada, mas sim a própria CVM. Naturalmente, se fosse a lei a CVM não poderia excepcionar, a menos de uma autorização legal. Mas não é a lei que exige a negociação pública, repito, é a CVM, e por isso pode tanto conceder autorização genérica, como aliás já o fez para planos de opção de compra de ações, como específica, que se pretende no presente caso*"[238]. Tal entendimento, a nosso ver, deveria ser estendido a todas as disposições constantes da Instrução CVM nº 10/80, desde que tais proibições não fossem derivadas de dispositivos legais.

Desta forma, considerando que a CVM não pode autorizar operações que confrontem dispositivos legais, mas possui poderes para autorizar operações que excedam as regras por ela propostas, entendemos que a redação do art. 23 da Instrução CVM nº 10/80 poderia ser suprimida em eventual reforma normativa, ou mesmo continuar a vigorar apenas a título informativo, mas sem a ressalva às disposições do art. 2º. Isso porque consideramos que a CVM não deve se privar do direito de analisar e

---

[236] O Colegiado da CVM já se manifestou a respeito da impossibilidade de dispensa do cumprimento das disposições constantes do art. 2o da Instrução CVM no 10/80. Veja-se, neste sentido, o Processo CVM RJ2007/11413, decidido em 15 de abril de 2008, o Colegiado da CVM, acompanhado o voto proferido pelo então Diretor Marcos Pinto, vedou operação que poderia resultar em participação recíproca entre controladora e controlada, em que a controlada não possuía lucros acumulados ou reservas para tanto (art. 30, §1º, alínea "b" e art. 244, §1º da Lei das S.A.). Veja-se também a decisão proferida pelo Colegiado na ata da Reunião Extraordinária de 14 de outubro de 2010, analisada inicialmente em regime de confidencialidade, em que não foi autorizada operação que não atendia ao disposto na alínea "b" do art. 2º da Instrução CVM nº 10/80, uma vez que requereria a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço da companhia.

[237] Inicialmente vedadas pelo art. 9º da Instrução CVM nº 10/80.

[238] Processo CVM RJ2004/3666, decidido em 23 de junho de 2004. Trata-se de decisão do Colegiado que analisou pedido de uma companhia para permutar privadamente ações de sua própria emissão, visando à aquisição do controle acionário de outra sociedade, em exceção ao disposto no art. de excepcionalidade à Instrução CVM Nº 10/80. O Colegiado deliberou autorizar a alienação na forma da manifestação da área técnica, com a respectiva divulgação do laudo de avaliação utilizado para o procedimento de troca da permuta.

autorizar operações plenamente circunstanciadas mesmo não cumpra algum de seus preceitos, desde que não violem qualquer dispositivo legal.

III.2. Interesses relacionados

A disciplina legal da recompra de ações foi abordada no Capítulo II do presente trabalho, restando demonstrado que o legislador preocupou-se primordialmente com a proteção aos credores sociais ao prezar pela manutenção do capital social das companhia. Há, contudo, outros interesses relacionados às sociedades anônimas que também devem ser observados em operações de aquisição de ações de própria emissão, principalmente quando tratamos de companhias abertas, que funcionam como fonte de captação da poupança popular. Buscaremos, desta forma, destacar neste capítulo as principais particularidades relacionadas à realização das operações por companhias abertas reguladas pela Instrução CVM n° 10/80, analisando tais comandos sob a ótica dos interesses dos principais agentes envolvidos na operação.

Propomos o exame das operações de recompra de ações por companhias abertas sob a ótica dos principais interesses que a Lei das S.A. buscou congregar. Utilizaremos, para tanto, os conceitos sugeridos por José Luiz Bulhões Pedreira, em artigo elaborado para a comemoração dos 25 anos da CVM. Explica o co-autor da Lei das S.A. que o sistema legal foi desenvolvido com a função de proteger, compor e hierarquizar certos interesses gerais e particulares. São eles: "*(a) o interesse da economia na eficiência da companhia como forma de organização de grupo empresário e da sua empresa, e como participante no mercado primário de ações, que é a fonte de capital de risco para as empresas; (b) o interesse dos empresários em dispor de instrumentos para reunir os capitais necessários à criação e expansão da empresa; (c) o interesse dos acionistas em participar dos lucros da companhia e preservar o valor de seus direitos; (d) o interesse dos investidores no funcionamento regular, livre de fraudes ou manipulações, dos mercados de valores mobiliários, e em ter acesso a informações sobre esses valores e as companhias que os emitem; (e) o interesse dos administradores profissionais e empregados na preservação de seus cargos, empregos e salários; (f) o interesse dos*

credores da companhia na proteção e realização de seus créditos; (g) o interesse das comunidades em que atua a empresa nas suas funções de criar e repartir renda"[239].

No topo da hierarquia dos interesses descrito por Bulhões Pedreira está o interesse geral da economia nacional, sob o qual todos os demais interesses devem se compor. Desta forma, consideraremos para nossa análise quatro grupos de interesses, todos hierarquicamente subordinados ao interesse geral da economia nacional, que deverá ser sempre preservado: os interesses da própria companhia, os interesses dos acionistas[240], os interesses dos investidores[241] e os interesses dos credores. Ademais, dentre os quatro grupo de interesses expostos, o interesse da companhia deve prevalecer e sempre ser observado na aprovação e execução de uma operação de recompra de ações.

Por último, e para os fins de nosso estudo, consideraremos dentro dos interesses dos acionistas, os interesses destes enquanto empresários. Como os empresários são acionistas que dispõem de recursos próprios para a criação e expansão da empresa, seus interesses serão analisados conjuntamente com os dos acionistas que buscam participar dos lucros a longo prazo com a respectiva manutenção de valor da sociedade. Já os interesses da própria companhia, em nosso exame, abrangerão também os interesses dos administradores, empregados e da comunidade. Mesmo entendendo que os administradores podem, por vezes, perseguir interesses pessoais, consideraremos em nosso estudo que estarão atuando no melhor interesse da companhia, tendo em vista que a operação para as companhias abertas é por eles proposta[242].

III.3. Vedações impostas à operação

Examinaremos, neste item, as vedações normativas impostas à operação de recompra de ações, estabelecidas pela Instrução CVM n° 10/80, sob o foco dos principais interesses que as normas buscaram resguardar. Iniciaremos nosso estudo com

---

[239] Pedreira, José Luiz Bulhões. 25 Anos de CVM *in Revista da CVM*. nº 35. 2002. p. 8.
[240] Para nosso estudo, os acionistas possuem interesse na manutenção de seus investimentos por longo prazo.
[241] São também os potenciais compradores de ações, mas com interesses de investimento a curto prazo.
[242] Os deveres dos administradores relacionados à recompra de ações, por sua vez, serão melhor analisados no item IV.3. abaixo.

a análise das proibições constantes do art. 2º da Instrução CVM n° 10/80, que dispõe em seu *caput* que a vedação aplica-se para aquisições diretas ou indiretas de ações ali previstas (itens III.3.1. a III.3.7. a seguir).

A aquisição de ações, como já estudada no item II.3., pode ser originária, quando inexistir vínculo causal anterior, como em uma subscrição primária de ações, ou derivada, quando existir tal relação causal, ocorrendo a transferência do antigo proprietário para o novo. Como também já exposto, entendemos não ser possível a aquisição originária de ações de emissão própria por uma sociedade anônima, tendo como única exceção a bonificação de ações mantidas em tesouraria pela capitalização de lucros ou reservas disponíveis.

A aquisição derivada, seguindo o disposto no *caput* do art. 2º da Instrução CVM n° 10/80, pode ocorrer de modo direto ou de modo indireto. A aquisição derivada direta, por sua vez, não promove maiores dúvidas, e trata-se da aquisição de ações de emissão própria realizada diretamente pela companhia emissora. Já a aquisição derivada indireta de ações de emissão própria pode ser mais complexa, e trazer alguns questionamentos. Isso porque uma simples aquisição indireta de ações, em que uma companhia adquire participação indiretamente em outra, com a existência de uma ou mais sociedades entre a adquirente e a adquirida, não se enquadra na hipótese que o *caput* do art. 2º buscou evitar. A aquisição deriva indireta que preocupou o regulador na Instrução CVM n° 10/80 é a que pode se dar através de sociedade em relação de participação recíproca com a companhia, ou por meio de terceiro que atue por conta e ordem da companhia[243].

Na primeira hipótese há a aquisição, por uma companhia, de participação em uma sociedade que, por sua vez, detém participação na primeira companhia adquirente, resultando em uma situação de participação recíproca, em princípio vedada pela Lei das S.A. (art. 244)[244]. Isso porque, como já visto no item II.3.3.2. acima, há exceção para a

[243] Rocha. Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. p. 240.

[244] O *caput* do art. 244 da Lei das S.A. veda expressamente a participação recíproca entre uma companhia e suas coligadas ou controladas. Como já visto no item II.3.3.2., nos termos dos §§1º, 3º e 4º do art. 243 da Lei das S.A., são coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa. Para tanto, considera-se haver influência significativa quando a investidora detenha ou exerça o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la. Ademais, é presumida a influência significativa quando a investidora for titular de 20% ou mais do capital votante da investida, sem contudo controlá-la. Já nos termos do §2º do art. 243 da Lei das S.A., é controlada a

participação recíproca quando ao menos uma das companhias participa da outra nas condições permitidas para a aquisição das próprias ações (art. 30, §1º, alínea "b").

Resta ainda considerar a possibilidade da aquisição derivada indireta de ações ocorrer através da intermediação de uma pessoa que atue em nome próprio, mas por conta da companhia. Trata-se da hipótese de contrato de comissão, regulado nos arts. 693 e seguintes do Código Civil Brasileiro. Neste caso a companhia (comitente) contrataria um comissário para vender ou comprar ações de sua própria emissão. O comissário agiria em seu próprio nome, mas por conta e ordem da companhia e em troca de remuneração, ignorando o vendedor ou o comprador a circunstância do comissário estar agindo por conta do comitente – a companhia[245] [246].

Outra operação com efeitos semelhantes ao de uma aquisição indireta de ações de emissão própria é a celebração de contratos de swap pela companhia, em que são permutados fluxos financeiros apurados em um mesmo período decorrentes, de um lado, da valorização ou desvalorização do preço das ações de emissão da própria companhia e, de outro lado, algum índice financeiro[247]. Tais contratos, com liquidação financeira por diferença, foram analisados no item II.3.3.4. acima e, tendo em vista que sem a liquidação física das operações não há a efetiva aquisição de ações, não aplicam-se as normas da Instrução CVM n° 10/80. Contudo, caso a liquidação do contrato ocorra por meio da entrega física da ação, haverá primeiramente uma aquisição derivada indireta de ações, considerando que um terceiro adquirirá ações por conta da celebração

---

sociedade em que a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

[245] Gomes, Orlando. Contratos. 26ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2009. pp. 438-439.

[246] No direito europeu, a Segunda Diretiva do Conselho da União Européia (art. 19) expressamente previu tal possibilidade, autorizando os Estados-Membros a permitir em suas jurisdições que uma companhia adquira ações próprias através de uma pessoa que atue em nome próprio, mas por conta da sociedade. Tendo em vista que a Diretiva apenas impõe condições mínimas, mas que as legislações nacionais podem ser mais restritivas, há países, como Portugal, que optaram pela proibição total de aquisição derivada indireta de ações por terceiro atuando por conta e ordem da sociedade (art. 316º, nº 2, 2ª parte do Código das Sociedades Comerciais). No entanto outras legislações, como a italiana, permitem a aquisição indireta por interposta pessoa, mas desde que obedeça as mesmas regras aplicáveis à aquisição direta de ações de própria emissão (art. 2357, v do Codice Civile).

[247] O Diretor Otavio Yazbek, em voto apresentado no Processo CVM nº RJ 2009-5962, decidido em 23 de junho de 2009, dispôs que uma companhia ingressa "*na operação de total return swap visando a produção de determinados efeitos sobre o comportamento do preço das ações de sua emissão. Como se sabe, tais efeitos se corporificam seja a partir de uma 'sinalização' que a companhia dá para os demais participantes do mercado, demonstrando confiança, seja a partir da própria aquisição de ações que a contraparte deve fazer para proteger-se da exposição assumida*".

de um contrato com a própria companhia, para posteriormente transferi-las para esta última[248].

A razão, portanto, para a vedação à aquisição derivada indireta prevista no *caput* do art. 2º da Instrução CVM nº 10/80, é impedir que a companhia realize indiretamente, através de um terceiro, uma aquisição que lhe seria diretamente vedada.

Passaremos, por conseguinte, à análise das vedações constantes da Instrução CVM nº 10/80 com base nos interesses que o regulador buscou proteger.

III.3.1. Diminuição do capital social

A vedação à realização de operações de recompra de ações por companhias abertas que importem na diminuição do capital social, prevista na alínea "a" do art. 2º da Instrução CVM n° 10/80, decorre diretamente da previsão constante no art. 30, §1º, aliena "b" da Lei das S.A., que proíbe a aquisição onerosa de ações que afete o capital social da companhia. A questão da manutenção do capital social foi analisada no item II.7.1., conjuntamente com as demais limitações legais à aquisição de ações próprias, sendo aquelas observações ora aplicáveis às companhias abertas. Também como já referido, as aquisições gratuitas de ações através de doação não apresentam riscos ao capital social da companhia.

Os interesses que o regulador buscou proteger ao vedar a aquisição onerosa direta ou indireta de ações de emissão própria que consistam na diminuição do capital social foram os mesmos que o legislador, ou seja, os interesses dos credores. Assim, a recompra de ações, por se tratar de uma forma de transferência de valores da companhia para seus acionistas, não pode afetar o capital social, considerado uma proteção aos

[248] O Colegiado da CVM, em decisão proferida em 5 de abril de 2011 no Processo RJ2012/14060, autorizou a negociação privada de ações pela Braskem S.A., com base no art. 23 da Instrução CVM nº 10/80, em exceção ao art. 9º da mesma regra. A Companhia desejava implementar um programa de recompra de ações para permanência em tesouraria através da celebração de contrato de swap com uma instituição financeira prevendo, em síntese, a obrigação do banco comprar as ações em mercado, e a obrigação da Braskem comprar as ações adquiridas pelo banco. Para a autorização pleiteada, a companhia comprometeu-se a dar às ações adquiridas pela instituição financeira o mesmo tratamento que seria conferido caso as ações fossem recompradas diretamente pela Braskem, a operação respeitava as vedações constantes do art. 2º da Instrução CVM nº 10/80, e foi garantida de ampla publicidade do programa na forma proposto.

credores sociais. O credor tem a garantia de que o valor correspondente à cifra do capital social será efetivamente aportado na sociedade, e que tal integralização corresponderá aos efetivos valores conferidos; de que o capital social não poderá ser devolvido aos acionistas, exceto nas hipóteses expressamente previstas em lei[249]; e de que o capital social somente poderá ser alterado nas hipóteses que a lei expressamente autorizar o seu aumento ou redução.

Contudo, também como já referido no item II.7.1., um credor não considerará apenas o capital social como garantia de sua contratação com a companhia. Como explica o ex-Diretor da CVM Marcos Pinto, "*a própria função do capital social e sua importância para os credores é muito questionada hoje em dia, sobretudo depois que a lei societária permitiu a emissão de ações sem valor nominal e autorizou a companhia a destinar o ágio pago na emissão de ações à reserva de capital. Diante dessas autorizações legais, a eficácia do capital social enquanto garantia dos credores fica seriamente comprometida, pois o valor do capital passa a ser arbitrariamente estabelecido pelos acionistas, sem qualquer limite mínimo*". Continua o ex-Diretor explicando que, "*talvez por isso, na prática, o capital social passou a ser desconsiderado pelos financiadores, que baseiam suas avaliações muito mais na situação patrimonial e na capacidade de geração de caixa da companhia*"[250].

Fato é que, mesmo que o capital social não seja atualmente a medida utilizada pelos credores para aferir a capacidade da companhia arcar com suas obrigações, tanto a Lei das S.A., quanto a CVM, optaram por uma estrutura de regramentos baseada na proteção do capital social.

III.3.2. Utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas

A alínea "b" do art. 2º, da Instrução CVM nº 10/80 dispõe que a aquisição de ações de emissão da companhia, de modo direto ou indireto, é vedada quando requerer a

[249] Liquidação da companhia (art. 210, IV da Lei das S.A.), reembolso (art. 45, §6º da Lei das S.A.) e redução de capital quando este for considerado excessivo (art. 173 da Lei das S.A.). A devolução de valores aos acionistas na liquidação ocorre depois de pagos os credores sociais. Já para o reembolso e a redução de capital há previsão de garantia para os credores sociais (art. 45, §8º e art. 174 da Lei das S.A.).
[250] Processo CVM RJ2007/11413, decidido em 15 de abril de 2008.

utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço. Tal restrição decorre do Princípio da Intangibilidade do capital social, e deriva da alínea "b", § 1º, do art. 30 da Lei das S.A., que previu que a recompra de ações deve utilizar recursos disponíveis da companhia, esses limitados ao valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal. As reservas passíveis de utilização na operação foram detalhadamente examinadas no item II.7.2. acima, conjuntamente com as demais limitações legais à operação de recompra de ações por sociedades anônimas[251].

A Instrução CVM nº 10/80 ampliou o disposto na lei, avançando sobre o tema conforme autorização constante do já referido § 2º do art. 30 da Lei das S.A. Desta forma, o art. 7° da Instrução CVM nº 10/80 considerou disponíveis para a recompra de ações todas as reservas constantes do último balanço social, exceto a reserva legal (alínea "a"), a reserva de lucros a realizar (alínea "b"), a reserva especial de dividendo obrigatório não distribuído (alínea "c"), a reserva de reavaliação (alínea "d") e a reserva de correção monetária do capital realizado (alínea "e").

A reserva legal (art. 193 da Lei das S.A.), a reserva de lucros a realizar (art. 197 da Lei das S.A.) e a reserva especial de dividendo obrigatório não distribuído (art. 202, §5º da Lei das S.A.) são reservas de lucros, e suas respectivas indisponibilidades para a aquisição de ações de emissão própria pela companhia já foram examinadas no item II.7.2.

A alínea "d", do art. 7°, da Instrução CVM n° 10/80, por sua vez, ao referir-se à reserva de reavaliação, reportava-se à redação original do §3° do art. 182[252] da Lei das S.A. A Lei nº 11.638/07, que alterou tal dispositivo, "*eliminou a possibilidade de reavaliação espontânea de bens e, consequentemente, a figura da reserva de reavaliação*"[253]. Com a alteração do §3°, do art. 182 da Lei das S.A. pela Lei n°

[251] Apesar da Lei das S.A. ter se referido expressamente apenas à reserva legal, não se pode concluir que outras reservas que representem recursos disponíveis também não possam ser empregadas para a aquisição de ações de emissão própria. Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 550.

[252] Veja-se a antiga redação do Art. 182, § 3°: "*Serão classificadas como reservas de reavaliação as contrapartidas de aumentos de valor atribuídos a elementos do ativo em virtude de novas avaliações com base em laudo nos termos do artigo 8º, aprovado pela assembléia-geral*".

[253] Lazzareschi Neto, Alfredo Sérgio. Lei das Sociedades por Ações Anotada. São Paulo: Saraiva. 2008. pp. 552-553. Continua o referido autor explicando que "a reavaliação, por ser opcional, tem

11.638/07 e, posteriormente, pela Lei n° 11.941, de 27 de maio de 2009[254], tal reserva foi extinta e, portanto, não pode mais ser constituída nos dias atuais. De qualquer forma, as previsões constantes da reserva de reavaliação não eram consideradas disponíveis por corresponderem ao aumento do valor atribuído a elementos do ativos da companhia por conta de novas avaliações[255]. Ademais, como já referido no item II.7.2. acima, a reserva de reavaliação foi eliminada pela conta ajustes de avaliação patrimonial que, por sua natureza, também não representa lucros que possam ser aplicados na recompra de ações pela companhia, tendo em vista ser composta por valores estimados que não podem ser considerados como certos ou disponíveis enquanto não forem realizados.

Por fim, a alínea "e", do art. 7°, da Instrução CVM n° 10/80 trata da também extinta reserva de correção monetária do capital realizado, que representava o registro da correção monetária do capital social. Não era, portanto, recurso disponível para ser utilizado na recompra de ações, deixando de ser constituída após a vigência do art. 4º da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995[256], que revogou a utilização de qualquer sistema de correção monetária para as demonstrações financeiras.

Perderam o objeto, consequentemente, as disposições constantes das alíneas "d" e "e", do art. 7°, da Instrução CVM n° 10/80, tendo em vista a extinção das reservas de reavaliação e de correção monetária do capital realizado.

Em síntese, como já analisado, não são consideradas disponíveis para os fins de aquisição de ações de emissão própria a reserva legal, a reserva de lucros a realizar, a reserva especial de dividendo obrigatório não distribuído, a reserva para contingências,

---

impossibilitado a comparação entre as demonstrações financeiras da sociedade, tendo sido, ainda, utilizada no passado para diversas outras finalidades que distorciam o objetivo para o qual ela foi criada".

[254] "Art. 182, § 3° Serão classificadas como ajustes de avaliação patrimonial, enquanto não computadas no resultado do exercício em obediência ao regime de competência, as contrapartidas de aumentos ou diminuições de valor atribuídos a elementos do ativo e do passivo, em decorrência da sua avaliação a valor justo, nos casos previstos nesta Lei ou, em normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, com base na competência conferida pelo § 3o do art. 177 desta Lei".

[255] Como explicava Bulhões Pedreira, à época em que a reserva ainda poderia ser constituída, "*a parte do patrimônio liquido que é reserva de reavaliação significa lucro que ainda é potencial e somente será realizado quando os bens forem vendidos, ou através das quotas de depreciação, amortização ou exaustão computadas nos custos de produção.*" (Pedreira, José Luiz Bulhões. Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia. Rio de Janeiro: Forense. 1989. p. 428).

[256] "Art. 4º Fica revogada a correção monetária das demonstrações financeiras de que tratam a Lei nº 7.799, de 10 de julho de 1989, e o art. 1º da Lei nº 8.200, de 28 de junho de 1991.
Parágrafo único. Fica vedada a utilização de qualquer sistema de correção monetária de demonstrações financeiras, inclusive para fins societários".

assim como o montante previsto na a conta ajustes de avaliação patrimonial. São, por outro lado, passíveis de utilização, as reservas de capital e as reservas estatutárias com destinação expressa para a recompra, assim como os valores constantes da reserva de incentivos fiscais, se disponíveis.

Ainda sobre a alínea "b", do art. 2°, da Instrução CVM n° 10/80, seu texto estabelece que a recompra de ações deve utilizar recursos disponíveis, constantes do último balanço da companhia. Neste sentido, duas relevantes questões relacionadas ao tema foram recentemente objeto de discussão na CVM[257].

A primeira questão examinou a regularidade da aprovação de programas de recompra, mesmo que na data da autorização pelo conselho de administração ainda não estejam atendidos os requisitos necessários para a efetiva aquisição. Mais especificamente, analisou a possibilidade de aprovação da operação sem que haja saldo de lucros ou reserva disponível.

Na decisão do Processo Administrativo CVM/RJ n° 2008/4587, em 25 de novembro de 2008, o Colegiado da CVM, por maioria de votos[258], manifestou seu entendimento de que a vedação constante da alínea "b", do art. 2°, da Instrução CVM n° 10/80 refere-se apenas à efetiva aquisição de ações, mas não veda a expedição de autorização para a aquisição, ou mesmo a divulgação da intenção de realizar futura aquisição. Desta forma, a companhia pode aprovar um programa de recompra, mesmo que no momento da aprovação não tenha reservas disponíveis para tanto. Os requisitos devem ser cumpridos apenas ao tempo da efetiva aquisição das ações, mas o fato relevante informando a operação[259] deve ser publicado quando o conselho de

---

[257] Discussões importantes sobre o lançamento de programas de recompra de ações por companhias abertas foram iniciadas durante o ano de 2008, como possível conseqüência da crise financeira que se alastrou pelos mercados globais a partir de 2007, com início no mercado imobiliário de risco dos Estados Unidos (subprime). Como já referimos no estudo das causas das operações de recompra, com as ações em queda, adquiri-las é uma forma de maximizar a geração de valor para os acionistas, e de aplicar recursos disponíveis para investimento em títulos considerados baratos.

[258] O ex-Diretor da CVM Eli Loria apresentou voto contrário concluindo que "*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*".

[259] Conforme o art. 2º, § único, XV, da Instrução CVM n° 358/02.

administração aprovar a operação, assim como ser expresso quanto à existência ou não, naquela data, de condições necessárias para a efetiva aquisição.

A segunda questão analisou a possibilidade de utilização do lucro do exercício em curso para a recompra de ações, ou seja, se a recompra deve ser baseada em balanço de exercício anual, ou pode fundar-se em lucros e reservas constantes de balanços intermediários. O Colegiado da CVM examinou a matéria no Processo Administrativo CVM/RJ n° 2008/2535, em 25 de novembro de 2008, concluindo pela possibilidade de utilização do saldo da conta de reservas e lucro de exercício em andamento, apurado em balanços trimestrais e semestrais da companhia, para servir como lastro à aquisição de ações próprias, desde que observadas certas restrições no caso específico.

Neste sentido, segundo voto proferido pelo Diretor Marcos Pinto, a operação deve ser "*amparada em projeções que indiquem que a recompra e o pagamento dos dividendos obrigatórios, fixos ou mínimos ao final do exercício, não ultrapassarão o saldo de lucros ou reservas*"[260]. Já nos termos do voto proferido pelo Diretor Eliseu Martins no mesmo Processo, para a realização da operação, neste caso, "*(i) É necessário que sejam segregados os valores que, caso fosse final de exercício social, teriam que ficar apartados para cobertura de reservas necessariamente constituíveis e dividendos obrigatoriamente exigíveis, como as reservas legal, estatutárias e de lucros a realizar, bem como o montante que seria destinado aos dividendos fixos ou mínimo (inclusive cumulativos) e ao dividendo obrigatório; (ii) É necessário que eventuais outras retenções necessárias sejam consideradas para que o valor a ser utilizado para pagamento dos dividendos e das ações a recomprar esteja totalmente lastreado em lucros realizados (financeiramente disponíveis ou muito proximamente disponíveis); (iii) Também é necessário que se considerem o passado da companhia quanto ao*

[260] O ex-Diretor da CVM Marcos Pinto já havia se manifestado anteriormente a respeito da proibição de recompra de ações se a companhia não tem lucros acumulados ou reservas, entendendo que tal vedação pode ser muito prejudicial à própria companhia e seus acionistas. Segundo o ex-Diretor, "*como se sabe, programas de recompra de ações pela própria companhia são muito importantes para otimizar a estrutura de capital da empresa e também para sinalizar ao mercado que a administração da companhia acredita que as ações estão subvalorizadas.* (...) *Essa última função é muito importante caso as ações da companhia estejam sofrendo um ataque especulativo ou nos casos em que suas ações têm pouca liquidez. Por esses motivos, talvez faça sentido eliminar a regra em questão e substituí-la por um princípio geral destinado a coibir as recompras de ações e até mesmo a distribuição de dividendos em fraude contra credores. É possível, inclusive, que a instituição legal desse princípio nem seja necessária, bastando aplicar as regras gerais de direito privado sobre a matéria.*" (Processo CVM RJ2007/11413, decidido em 15 de abril de 2008).

comportamento típico do resultado na fase restante do exercício social e uma projeção para o resultado do exercício social em andamento a fim de que seja evidenciada toda a prudência que se espera da administração de uma companhia aberta nessa situação. Se não vier a ser divulgada essa projeção pela Companhia, deve o Conselho de Administração declarar ter recebido todos esses dados e declarar-se confortável quanto à utilização dos valores pretendidos para a aquisição das ações próprias; e (iv) Não é admissível, em hipótese alguma, qualquer utilização do resultado do exercício em andamento por conta de valores projetados de resultado"[261][262].

Assim, tendo em vista que a CVM autorizou que um programa de recompra seja aprovado e divulgado pela administração antes mesmo que existam condições mínimas para a sua realização, tal procedimento deve ser acompanhado da completa informação ao mercado, para evitar que ocorra manipulação de preços[263], ou criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações (que será analisada a seguir). Isso porque, a divulgação de um programa pode ser uma forma da administração sinalizar

---

[261] Os parâmetros sugeridos no voto do ex-Diretos da CVM Eliseu Martins foram adotados pela Superintendência de Relações com Empresas da CVM, que reconheceu tais requisitos como regras prudenciais que devem ser observadas pela administração da companhia para que seja assegurado que as operações de recompra realizadas ao longo de um exercício social, assim como o pagamento de dividendos obrigatórios, fixos ou mínimos, não ultrapassem o saldo de lucros ou reservas ao término do exercício. Veja-se, neste sentido, o Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº 002/2012, expedido em 26 de março de 2012.

[262] Ao analisar o tema, Luiz Antônio de Sampaio Campos sugere que a utilização dos saldos da conta de reserva e lucro de exercício em andamento como lastro para as transações de aquisição de ações de emissão própria, apurados através de informações financeiras intermediárias, seja comparada ao regime de distribuição de dividendos previsto na Lei das S.A. Isso porque, tanto a distribuição de dividendos, como a aquisição de ações de emissão própria, são formas típicas de transferência de recursos para os acionistas. Desta forma, ao examinar a decisão proferida no Processo Administrativo CVM/RJ n° 2008/2535, julgou-a "*correta com relação ao lucro intermediário apenas no tocante ao lucro semestral, (...) mas incorreta quando ao restante, pois se, quanto ao lucro apurado em período inferior ao semestre, esta omissão significar a desnecessidade de reserva de capital, o que parece ser o caso, a CVM estaria autorizando a companhia a distribuir um lucro fora das condições que a LSA admite*". Para tanto, baseia-se no disposto no §1°, do art. 204, da Lei das S.A., que estabelece que a companhia pode levantar balanço e distribuir dividendos em períodos inferiores ao semestre, desde que o total dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não exceda o montante das reservas de capital. Assim, sugere regime de utilização de lucros intermediários para a recompra de ações mais rigoroso do que o aprovado pela CVM, entendendo que: "*(i) é admitida a utilização do lucro intermediário apurado em balanço com intervalo mínimo semestral para a recompra de ações; (ii) é admitida a utilização de lucro intermediário apurado em balanço com periodicidade inferior ao semestre se houver reserva de capital e em valor no mínimo equivalente ao montante registrado nessa reserva; e (iii) não é admitida a utilização de lucro apurado em balanço intermediário de periodicidade inferior ao semestre se não houver reserva de capital em valor no mínimo equivalente ao montante registrado nessa reserva*" (Campos, Luiz Antônio de Sampaio. Utilização do Lucro do Exercício: Dividendo e Recompra in Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. São Paulo: Malheiros Editores. 2011. p. 439).

[263] A Instrução CVM n 1º. 8/79 definiu manipulação de preços no mercado de valores mobiliários como "*a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda*" (item II, b).

para o mercado que as ações da companhia estão sendo negociadas com desconto. No entanto, um programa de recompra não deve ser aprovado apenas para influenciar a cotação das ações, mas sim quando a administração realmente pretenda colocá-lo em prática. A divulgação correta das informações tem como finalidade a proteção dos interesses do mercado e dos acionistas, que devem ter os dados corretos para tomar decisões refletidas sobre a negociação com ações da companhia.

III.3.3. Criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações

Como já referido no item III.1. acima, a Lei n° 6.385/76 outorgou à CVM competência para definir "*a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários*"[264], resultando a delegação na Instrução CVM n° 8/79, que definiu tais operações como "*aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários*"[265].

Já a regra trazida pela primeira parte da alínea "c", do art. 2°, da Instrução CVM n° 10/80, por sua vez, também proíbe a aquisição direta ou indireta de ações de emissão da própria companhia por meio de operações que acarretem a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço das referidas ações. Tal vedação já era anteriormente estabelecida pela Instrução CVM n° 8/79, mas com um comando mais amplo, tendo em vista que o inciso I da referida Instrução CVM n° 8/79 veda "*aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários* (...)". O regulador optou por reproduzir novamente na Instrução CVM n° 10/80, a vedação já prevista na Instrução

[264] Conforme o art. 18, inciso II, alínea b.

[265] Segundo Nelson Eizirik, et. al., "*a norma é mal redigida, contendo expressões imprecisas, podendo ser confundido o tipo de criação de condições artificiais com o de manipulação de preço.*" E complementam os autores: "*a criação de condições artificiais, porém, distingue-se da manipulação por abranger um universo mais amplo de delitos; enquanto a manipulação refere-se apenas aos preços, melhor dizendo, às cotações dos valores mobiliários, a criação de condições artificiais pode também ocorrer com relação à oferta ou demanda de valores mobiliários.*" Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008. p. 517.

CVM n° 8/79, por considerar que alcançaria assim as operações com a nulidade prevista no §2º do art. 30 da Lei das S.A.[266].

Buscamos os ensinamentos de Nelson Eizirik, et. al., para esclarecer os elementos que compõem o tipo na esfera administrativa. Para os autores trata-se de *"(a) um conjunto de negociações 'aparentes', artificiais, simuladas, isto é, realizadas sem as efetivas ordens de compra e venda por parte de investidores; (b) que ocasionem alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários, ou seja, que provoquem um 'falso mercado', levando outras pessoas a negociarem com aqueles papéis, por acreditarem que o mercado, artificialmente criado, é real e decorre de efetivas transações; (c) estando nelas caracterizado o intuito de criar um 'falso mercado', daí decorrendo que deve estar presente o dolo específico*"[267].

A criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ocorre quanto um sujeito ativo (para o que nos interessa, a companhia, ou terceiro a ela relacionado) realiza uma série de operações artificiais ou simuladas que alterem o processo natural de formação de preços, fazendo com que o mercado tenha um parâmetro equivocado sobre as cotação praticados, assim como sobre o verdadeiro volume de negociação com ações da companhia[268]. Não há, na criação artificial de preços, a natural oposição existente entre a parte vendedora, que deseja receber o maior valor possível por seu bem, e a parte vendedora, que busca pagar o menor preço que conseguir.

Não resta dúvidas de que o regulador buscou resguardar os interesses dos investidores ao vedar a aquisição de ações de emissão própria que resultem em condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações. Pretendeu, desta forma, assegurar a formação transparente de preços através da correta oferta e da demanda dos títulos, e não por meio de interferências intencionalmente provocadas pela atuação irregular da companhia ou por alguém a ela vinculado. Para tanto, também estabeleceu na Instrução CVM nº 10/80 que aquisições e alienações de ação de emissão própria por

[266] Conforme exposto na Nota Explicativa CVM n° 16/80.
[267] Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008. p. 518.
[268] Santos, Alexandre Pinheiro dos. Osório, Fábio Medina. Wellisch, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais. Regime Sancionador. São Paulo: Editora Saraiva. 2012. p. 114.

companhias abertas deverão ser realizadas em bolsa e a preço de mercado (art. 9º e art. 12, respectivamente, que serão aprofundados adiante).

Ademais, tendo em vista que a simples divulgação de um programa de recompra pode influenciar a cotação das ações, o objetivo da administração ao aprovar a operação não pode ser o desenvolvimento de um "falso mercado" para as ações da companhia.

Assim, a criação artificial de demanda, oferta ou preço pode prejudicar os interesses dos investidores e dos acionistas, já que decisões de compra e venda das ações são tomadas levando-se em consideração a cotação das ações. Em uma análise mais ampla, poderão também ser prejudicadas as companhias concorrentes, que sofrerão a concorrência da cotação de seus títulos quando comparados aos da companhia, que apresentam cotações artificiais. Ademais, cotações artificiais podem prejudicar também os interesses dos credores, já que a valorização dos títulos pode aparentar prosperidade, e influenciar na opção de celebrar negócios com a companhia. Por fim, a própria companhia também poderá ser prejudicada, já que não conseguirá negociar eternamente com suas ações para sustentar o valor artificial das mesmas[269] [270].

III.3.4. Envolvimento de práticas não equitativas

A delegação de poderes para a CVM definir operações que envolvam práticas não equitativas, e prevenir o mercado contra elas, também é decorrente da Lei n° 6.385/76 (art. 18, inciso II, alínea b). A Instrução CVM n° 8/79, que trata do tema, define prática não equitativa no mercado de valores mobiliários como "*aquela de que*

---

[269] Rocha. Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. p. 101.

[270] A extensão dos danos causados foi reconhecida pela CVM, no voto proferido pelo ex-Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador 2/99, em 6 de setembro de 2011: "*Na criação artificial de condições de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, o prejuízo potencial dirige-se à generalidade dos detentores de determinado valor mobiliário e ao mercado como um todo, que receberiam uma sinalização fictícia a respeito de determinado valor mobiliário. Nesse mesmo tipo de operação, entendo que não há ganho ou perda entre as partes que participam da criação dessas condições artificiais, são operações que, na verdade, não existiriam em essência, não fosse a pretensão de se criar um falso mercado, um falso parâmetro de preço ou volume. Percebe-se, portanto, que deste tipo de infração resultariam prejuízos a um número considerável de investidores, e, por que não dizer, à estabilidade e integridade do mercado. No caso dos autos, as vítimas de cada uma das operações já estavam anteriormente definidas e selecionadas: as prefeituras municipais que estariam dispostas a alienar suas ações para fazer caixa, conforme ordens de venda previamente emitidas neste sentido e antes de qualquer movimentação artificial com os valores mobiliários. As operações efetivamente existiram e as prefeituras foram lesadas, isso não há dúvida*".

resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação". A despeito da previsão da Instrução CVM n° 8/79, a disposição constante da segunda parte da alínea "c", do art. 2°, da Instrução CVM n° 10/80, também para usufruir da nulidade estipulada pelo §2º do art. 30 da Lei das S.A., veda a aquisição de ações de emissão própria que envolvam práticas não equitativas.

Recorreremos, novamente, aos ensinamentos de Nelson Eizirik, et. al., para descrever os elementos caracterizadores do tipo administrativo. São eles: "*(a) a realização efetiva de operações ou negócios no mercado de valores mobiliários; (b) das quais resulte uma posição de desigualdade, de desequilíbrio, para uma das partes da operação; (c) sendo tal desequilíbrio indevido, isto é, ilegal; (d) ficando demonstrado que a parte em posição de desequilíbrio sofreu um dano, em contrapartida ao benefício auferido pelo infrator; (e) presente o dolo específico do infrator*"[271].

As operações que envolvem práticas não equitativas derivam, em regra, da existência de uma relação fiduciária, como a relação existente entre um intermediário e seu cliente, ou a companhia e seus administradores. Para o que nos interessa, a aquisição de ações de emissão própria pela companhia que envolva práticas não equitativas estará, em geral, relacionada à utilização de informação privilegiada, sendo o *insider trading* considerado uma espécie do gênero prática não equitativa[272]. Seria, por exemplo, a hipótese da companhia adquirir ou alienar ações de sua própria emissão quando internamente conhecida informação que afetará a cotação das ações, em situação de vantagem em relação às contrapartes da operação. O investidor que, de boa-fé, alienar seus títulos para a companhia sem ter conhecimento do fato relevante, atuará em clara posição de desequilíbrio.

Torna-se, assim, restrita a esfera de aplicação do disposto na segunda parte da alínea "c" do art. 2º da Instrução CVM n° 10/80, pois a prática não equitativa deve compreender uma ação da própria companhia. Isso porque, caso a negociação que

[271] Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008. pp. 522-523.
[272] Santos, Alexandre Pinheiro dos. Osório, Fábio Medina. Wellisch, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais. Regime Sancionador. São Paulo: Editora Saraiva. 2012. p. 127.

envolva tal prática seja efetuada pelos administradores, acionistas, intermediários e demais participantes do mercado de valores mobiliários, haverá o descumprimento do comando geral da Instrução CVM n° 8/79, e não da Instrução CVM n° 10/80[273]. Ademais, a aquisição ou alienação de ações de emissão própria que resulte em prática não equitativa pela companhia, caso envolva a utilização de informação privilegiada, estará também violando as regras da Instrução CVM n° 358/02, que regula especificamente negociações com *insider trading*.

De qualquer forma, os interesses que o regulador buscou primordialmente proteger ao vedar a aquisição de ações de emissão própria que envolvam práticas não equitativas, foram os interesses dos investidores, pois todos os que negociarem com a companhia em situação de desvantagem serão prejudicados. Negociações que envolvam práticas não equitativas, assim como que criem condições artificiais de artificial de demanda, oferta ou preço das ações, podem também afetar a confiança dos investidores no mercado de capitais, o que, em último caso, inibe investimentos e prejudica o interesse geral da economia nacional.

III.3.5. Aquisição de ações não integralizadas

A primeira parte da alínea "d", do art. 2°, da Instrução CVM n° 10/80 veda a recompra de ações não integralizadas, sento tal proibição relevante tendo em vista que, depois de realizados 30% do preço de emissão das ações de uma companhia aberta, estas poderão ser negociadas[274].

A obrigação de integralizar as ações subscritas é exclusiva do acionista, seja ele o próprio subscritor, ou o adquirente. Desta forma, caso fosse permitida a aquisição de suas ações ainda não integralizadas, chegar-se-ia à situação em que a companhia seria devedora de si própria e, além de utilizar seus recursos na aquisição, teria que dispor deles também para a integralização. Como já comentado quando analisados a impossibilidade da aquisição originária de ações de emissão própria no item II.3.1., a

[273] Exemplos de prática não equitativa, como o *front running*, podem ser vistos em Noronha, Ilene Patrícia de. Poder de Polícia da CVM *in Conselho da Justiça Federal, Série Cadernos do CEJ*, Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários. Brasília. 1998, vol. 5. Disponível para consulta em http://www.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL15-8.htm (acessado em 22 de novembro de 2012).
[274] Conforme o art. 29 da Lei das S.A.

integralização de ações de emissão própria resultaria na formação de capital social fictício, pois não corresponderia a uma efetiva entrada de recursos na companhia[275].

Ainda, no caso de falha na integralização das ações, a companhia estaria em mora frente a ela mesma e, nos termos do §2° do art. 106 da Lei das S.A., sujeita ao pagamento de juros, correção monetária e multa de até 10% do valor da prestação devida. Haveria, por fim, uma situação de conflito já que, frente a um acionista inadimplente, a companhia pode optar por promover um processo de execução para cobrar as importâncias devidas, ou ordenar a venda das ações em bolsa de valores[276]. De qualquer forma, a obrigação de integralização do próprio capital social faria com que a companhia ocupasse a qualidade de credora e devedora de uma mesma obrigação, que seria extinta pela confusão civil (arts. 381 e seguintes do Código Civil Brasileiro).

Desta forma, a vedação para que uma companhia adquira ações de emissão própria ainda não integralizadas busca proteger, além dos interesses dos credores sociais, os interesses dos acionistas e da própria companhia.

Sobre a proteção aos credores sociais, Erasmo Valladão A. N. França referindo-se, dentre outras, à disposição do art. 106 da Lei da S.A.[277], lembra que "*o credor tem a garantia da lei, portanto, de que aquilo que os sócios prometeram realizar, ao subscreverem as ações em que se divide o capital social, será efetivamente aportado*"[278]. A vedação à aquisição de ações não integralizadas protege, desta forma, o capital social da companhia, e atende o disposto na alínea "b" do §1º do art. 30 da Lei das S.A. Segundo Modesto Carvalhosa, "*atendendo ao princípio de integridade do capital social, deve ser lembrado que não pode a companhia adquirir ações não*

---

[275] Lembre-se apenas da exceção prevista no § 4º do art. 107 da Lei das S.A., que trata de situação limite em que a companhia pode integralizar as próprias ações na hipótese de insucesso da cobrança do acionista remisso.

[276] "*Na generalidade das legislações, a hipótese que enseja a exclusão do acionista ou, pelo menos, a venda compulsória de suas ações é a falta de pagamento do preço de emissão (entre nós, art. 107 da Lei das Sociedades Anônimas). Mas aí, a ratio júris é óbvia, pois corresponde a um princípio geral do direito contratual. Como a subscrição de valores mobiliários é um contrato bilateral, o inadimplemento por uma das partes de suas obrigações acarreta a resolução do contrato com perdas e danos (CC. art. 1.092, parágrafo único).*" Comparato, Fábio Konder. Funções e Disfunções do Resgate Acionário in Direito Empresarial – Estudos e Pareceres. São Paulo: Saraiva. 1995. pp. 124.

[277] Art. 106. O acionista é obrigado a realizar, nas condições previstas no estatuto ou no boletim de subscrição, a prestação correspondente às ações subscritas ou adquiridas.

[278] França Erasmo Valladão A. N. A proteção aos Credores e Acionistas nos Aumentos de Capital Social in Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa. São Paulo: Malheiros. 2009. p. 236.

integralizadas, uma vez que tal operação resultaria em diminuição automática do valor do capital"[279].

Quanto aos acionistas da companhia, os subscritores que devidamente cumpriram com a sua obrigação de integralizar o capital social seriam postos em desvantagem frente à sociedade, que não aportaria recursos em si própria, e possivelmente resolveria sua dívida por meio de confusão civil. Por fim, os interesses da companhia também poderiam ser afetados, tendo em vista que esta não receberia os recursos necessários para o desenvolvimento de suas atividades com a integralização do capital social.

III.3.6. Aquisição de ações pertencentes ao acionista controlador

A segunda parte da alínea "d", do art. 2°, da Instrução CVM n° 10/80, por sua vez, vedou a aquisição de ações pertencentes ao acionista controlador[280] [281]. Esta proibição, em uma primeira análise, vai de encontro ao princípio da livre circulação das ações de uma companhia. Como ensinam José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, "*por sua natureza e função, os títulos de emissão da companhia são livremente transmissíveis – a propriedade do titulo compreende a faculdade dele dispor. A negociabilidade ou circulação do título somente pode ser restringida pela lei ou – dentro dos limites estabelecidos pela lei – pelo estatuto social*"[282].

---

[279] Carvalhosa, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 1° Volume, 6ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 404.

[280] Nos termos do art. art. 116 da Lei das S.A.:
"*Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:*
a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.
Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender".

[281] Em obra anterior à promulgação da Lei das S.A. e, portanto, também anterior à expedição da Instrução CVM n° 10/80, Luiz Gastão Paes de Barros Leães considerava regular a aquisição de ações dos acionistas majoritários. Para o autor, a operação deveria sempre favorecer a todos os acionistas, desde que observado o interesse social. (Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. A Negociação com as Próprias Ações por Sociedade Anônima de Capital Aberto in Direito Comercial: Textos e Pretextos. São Paulo: José Bushatsky, 1976. pp. 55-57).

[282] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 549.

No entanto o regulador, a despeito das responsabilidades legais impostas ao acionista controlador, vedou que este compre ou venda para a companhia suas ações no intuito de proteger os interesses dos acionistas minoritários. Tal objetivo é explícito na Nota Explicativa n° 16/80, que dispõe que "*a ampla gama de deveres impostos ao acionista controlador, por força do natural acesso às fontes decisórias da sociedade, recomenda o afastamento de suas ações para os efeitos de aquisição pela companhia, de modo a evitar o surgimento de situações de privilégio perante a comunidade acionária*".

A vedação, portanto, impediu a recompra das ações pertencentes ao acionista controlador por receio de que a influência deste na companhia fizesse com que a operação ocorresse em seu benefício exclusivo. O regulador, desta forma, considerou o acionista controlador como uma espécie de *insider*, baseando-se em sua relação de proximidade com a companhia[283].

Ressaltamos que a proibição constante da alínea "d", do art. 2°, da Instrução CVM n° 10/80, contudo, é para a aquisição pela companhia das ações do acionista controlador, e não para que este negocie ações enquanto estiver em curso o programa de recompra. A Instrução CVM n° 358/02, entretanto, ampliou esta proibição, e vedou não apenas a aquisição, mas qualquer negociação de ações da companhia, pelo acionista controlador, "*sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim*" (art. 13, § 3º, inciso II). A única exceção para a negociação de ações pelo acionista controlador é na hipótese das transações ocorrerem em conformidade com política de negociação de ações da companhia (art. 13, §3º, II e §7º da Instrução CVM n° 358/02)[284].

---

[283] A CVM condenou, no Processo Administrativo Sancionado CVM nº 09/73, julgado em 14 de dezembro de 2006, o acionista controlador que negociou suas ações com a companhia durante período de recompra. Já no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/0098, julgado em 18 de dezembro de 2007, a acusada foi absolvida por maioria de votos, tendo o Colegiado entendido não ser ela controladora da companhia objeto do programa de recompra de ações de emissão própria.

[284] Como explica Marcelo Trindade, em referência à disposição constante no §4º do art. 155 da Lei das S.A., a negociação realizada em conformidade com política de negociação previamente estabelecida afasta a presunção relativa (*iuris tantum*) "*de que qualquer negociação realizada por quem tenha acesso consciente, por meio da companhia, a informação relevante não divulgada é realizada com a finalidade*

Assim, tendo em vista que as negociações efetuadas em bolsa são realizadas através de intermediários, e que as contrapartes desconhecem as respectivas identidades, haverá sempre o risco do acionista controlador alienar suas ações para a companhia, mesmo que tal negociação ocorra conforme política de negociação previamente estabelecida. Logo, uma solução possível, que atenderia tanto às regras da Instrução CVM n° 10/80, quanto da Instrução CVM n° 358/02, seria a companhia e o acionista (atuando conforme política de negociação) negociarem suas ações através da mesma instituição financeira intermediária, que poderá manter controles internos para suspender as ordens do controlador enquanto efetuar negociações por ordem da companhia.

III.3.7. Aquisição quando houver oferta pública de aquisição de ações em curso

Por fim, a alínea "e", do art. 2°, da Instrução CVM n° 10/80 veda a aquisição de ações de emissão própria pela companhia quando estiver em curso uma oferta pública de aquisição de suas ações. A regra buscou evitar que estivessem em curso dois procedimentos concomitantes e concorrentes.

O estudo prévio à Instrução CVM n° 10/80 desenvolvido pela CVM explica que a vedação busca "*repelir qualquer interveniência perturbadora*" no processo de oferta pública para aquisição de controle[285]. Isso porque a recompra de ações pela companhia, além de possivelmente afetar o preço da cotação das ações no mercado, poderia interferir no andamento da oferta por diminuir a quantidade de ações em circulação passíveis de aceitação. Tal situação será melhor representada na hipótese de haver um acionista com grande participação no capital social da companhia. Neste caso, a

---

de auferir a vantagem indevida vedada pela lei". (Trindade, Marcelo. Vedações à Negociação de Valores Mobiliários in Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. São Paulo: Malheiros Editores. 2011. pp. 457-459).

[285] Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Projeto de Normatização nº VIII: Regulamentação da Aquisição das Próprias Ações pela Companhia (ações em tesouraria). Coordenação da Superintendência Jurídica. Rio de Janeiro, 1979 – Estudo jurídico, p. 7.

recompra de ações reforçaria a manutenção da participação majoritária deste acionista e, consequentemente, impediria a aquisição do controle através da oferta[286] [287].

Lembramos, ainda, da medida defensiva à tomada de controle de uma companhia designada *greenmail*. Tal proteção "*consiste na compra, pela companhia-alvo, de ações detidas por potencial adquirente hostil, com um prêmio relevante sobre o valor das mesmas, a fim de que ele deixe de comprar novas ações*"[288]. Trata-se, como ensinam Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, de técnica de defesa de controle estrutural que busca "*a aquisição por parte da própria sociedade das ações por um preço tão alto a ponto de induzir o pretendente a renunciar a oferta*". Segundo os autores é "*técnica evidentemente nociva na medida em que leva a sociedade à aquisição de seu próprio patrimônio*", mas consideram que a alínea "a" do art. 2º, da Instrução CVM nº 10/80 "*resolveu definitivamente a questão*"[289].

Foram, portanto, os interesses dos investidores que o regulador buscou proteger ao proibir a utilização de recursos da companhia na aquisição de ações de emissão

---

[286] "*A number of takeover defenses involve purchasing or selling shares on the target corporation. For example, the target might repurchase some of its outstanding shares on the open market or through its own tender offer (called a "self-tender"). Such repurchases, the directors hope, create competition for the hostile acquirer and raise the price of the target's stock. Of course, while the repurchase might raise the price per share paid by the hostile acquirer, there are less shares left for acquirer to buy.*" (Gevurtz, Franklin A. Corporation Law. Second Edition. West. 2010. p. 708).

[287] Apesar do regulador ter instituído a vedação com foco as ofertas públicas para aquisição de controle das companhias, a Instrução CVM n° 10/80 não fez referência a uma oferta específica e, em princípio, uma companhia não deve recomprar suas ações enquanto estiver em curso qualquer modalidade de oferta. O art. 2º da Instrução CVM nº 361/02 trata das modalidades de oferta pública de aquisição de ações de uma companhia aberta (OPA):

"*I – OPA para cancelamento de registro: é a OPA obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, por força do § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76 e do § 6º do art. 21 da Lei 6.385/76;*

II – OPA por aumento de participação: é a OPA obrigatória, realizada em conseqüência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta, por força do § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76;

III – OPA por alienação de controle: é a OPA obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76;

IV – OPA voluntária: é a OPA que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores;

V – OPA para aquisição de controle de companhia aberta: é a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei 6.404/76; e

VI – OPA concorrente: é a OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso."

[288] Nascimento, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 174.

[289] Comparato, Fábio Konder. Salomão Filho, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 4ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2005. pp. 248-249.

própria com a finalidade de interferir no livre andamento de uma oferta. De qualquer forma, caso fosse permitida a recompra quando em curso uma oferta pública para aquisição de ações da companhia, tal operação esbarraria em outras limitações constantes da Instrução CVM n° 10/80, principalmente na obrigação de que o preço de aquisição das ações recompradas não seja superior ao seu valor de mercado (art. 12), assim como no limite de ações de mesma classe que podem ser mantidas em tesouraria (10% de cada classe de ações em circulação, na forma do art. 3°).

III.3.8. Negociação com direitos de subscrição relativos às ações de sua própria emissão

O art. 6º da Instrução CVM nº 10/80 veda à companhia aberta negociar com direitos de subscrição relativos às ações de sua própria emissão. Como exceção à proibição, apenas a negociação para alienação em bolsa das sobras de ações não subscritas, na forma do art. 171, § 7º, alínea "a" da Lei das S.A. Com efeito, o art. 171 da Lei das S.A. prevê que os acionistas terão preferência para a subscrição de novas ações em aumento de capital na proporção do número de ações que possuírem. São estes os direitos de subscrição que podem ser, na forma da lei, cedidos (art. 171, § 6º da Lei das S.A.), assim como negociados no mercado secundário da bolsa de valores.

A CVM, por sua vez, já se posicionou a respeito da extensão da proibição constante do art. 6º da Instrução CVM nº 10/80, através de consulta em que foi questionada sobre a possibilidade da aquisição de bônus de subscrição para a tesouraria do próprio emissor. Segundo voto proferido pelo ex-Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos na decisão do Processo CVM nº RJ2003/11177, "*a vedação prevista no art. 6º da Instrução CVM nº 10/80 destina-se apenas ao direito de preferência à subscrição, essencialmente disposto no art. 171 da Lei das S.A.*", não se estendendo aos bônus de subscrição[290].

[290] Processo CVM nº RJ2003/11177, decidido em 4 de novembro de 2003. Neste processo, o Colegiado da CVM entendeu que a Instrução CVM nº 10/80 seria aplicável a uma oferta pública de aquisição de bônus de subscrição. Opostamente, em decisão proferida em 14 de junho de 2011, no Processo CVM nº RJ2011-1532, o Colegiado, por maioria, decidiu (i) pela aplicação do disposto no art. 30 da Lei das S.A. à oferta pública para compra dos bônus de subscrição; (ii) pela não aplicação da Instrução CVM nº 10/80 à operação; (iii) pela confirmação de que a oferta pública pode ser estendida a todos os detentores de bônus de subscrição, inclusive o acionista controlador; (iv) pela confirmação de que a oferta pública tal como proposta pode ser realizada por valor superior ao de mercado, desde que justificado pela administração;

Explica ainda o ex-Diretor, sobre a motivação para a disposição, que: "*pressupondo-se que uma companhia ordinariamente não realizará um aumento de capital do qual não necessite e que o preço de emissão foi corretamente fixado, de acordo com os parâmetros do art. 170, sem diluição injustificada, não faz nenhuma lógica permitir que a companhia adquira esse direito de preferência. E a falta de lógica está em que a aquisição pela companhia deste direito de preferência representará dispêndio de recursos sem que se vislumbre qualquer utilidade prática, já que a companhia jamais poderá subscrever ações de sua própria emissão, pois, se assim fosse, estaria provado que o aumento de capital, a princípio, seria excessivo, isso se se conseguisse superar as dificuldades contábeis. E, mais, ao adquirir o direito de preferência estaria impossibilitando que algum outro acionista ou terceiro o adquirisse, dado que o direito de preferência à subscrição é livremente negociável, e subscrevesse as ações com novos recursos para a companhia*".

Ademais, e como já referido no item II.5.3.2.3., entendemos que as ações de emissão própria mantidas em tesouraria por uma companhia não possuem direito de preferência para a subscrição de novas ações. A impossibilidade da companhia subscrever ações de sua própria emissão, por sua vez, foi analisada no item II.3.1., quando examinadas questões relacionadas à aquisição originária de ações de emissão própria.

A exceção à negociação com direitos de subscrição prevista no art. 6º da Instrução CVM nº 10/80 decorre de previsão legal. No pressuposto de que a companhia não realizará um aumento de capital que não necessite, como referido nas palavras do ex-Diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos, as sobras de tal aumento privado poderão ser alienadas em bolsa em benefício da companhia. A alienação é realizada pela própria companhia emissora dos títulos, razão de ser da exceção à proibição geral de negociação com direitos de subscrição de ações de emissão própria.

(v) para que a CVM autorize a realização da oferta pública adotando-se as salvaguardas inspiradas na Instrução CVM nº 361/02; e (vi) para que a conveniência e condições da oferta sejam tratadas como decisões de gestão e, por isso, atentem aos deveres fiduciários dos administradores e aos deveres e responsabilidades do acionista controlador.

A proibição para a negociação com direitos de subscrição relativos às ações de sua própria emissão buscou proteger os interesses dos credores sociais, tendo em vista que, conforme já estudado, uma companhia não deve subscrever ou integralizar[291] ações de emissão própria sob pena de afetar seu capital social. Consequentemente, o que seria a principal razão para a aquisição de direitos de subscrição de ações de emissão própria não aplica-se ao caso, tendo em vista que a companhia não poderia exercer o direito de preferência para a subscrição, e desta forma impediria que outro interessado o fizesse e aportasse recursos na companhia. Preserva-se também, desta forma, os interesses da companhia, que efetivamente receberá os recursos almejados e seu patrimônio preservado.

III.3.9. Negociação privada

O art. 9º da Instrução CVM nº 10/80, por sua vez, veda a aquisição e a alienação privada de ações, com a previsão de que tais operações devem ser efetuadas em bolsa, salvo se a companhia possuir apenas registro para negociação em mercado de balcão[292]. A compra e venda de ações em mercado, como se sabe, tem a função de facilitar o encontro entre compradores e vendedores de ações e, assim, promover a liquidez dos títulos e a adequada formação de preços.

A CVM buscou conferir, com tal restrição, o tratamento equânime para todos os acionistas e investidores, através da transparência das negociações. Assegura-se, assim, que "*todos os acionistas tenham os seus interesses igualitariamente preservados, sem que um determinado grupo de acionistas seja privilegiado na aquisição das ações em tesouraria*"[293]. Consequentemente, os acionistas não possuirão direito de preferência para a aquisição das ações em tesouraria alienadas pela companhia. A opção pela

[291] Lembramos da já referida exceção prevista no § 4º do art.107 da Lei das S.A.

[292] As operações são, em geral, realizadas em bolsa. O estudo prévio à elaboração da Instrução CVM nº 10/80 discutiu a possibilidade de restringir a possibilidade de adquirir ações de emissão própria apenas às companhias abertas com registro para negociação em bolsa de valores, proibindo a realização de operações em mercado de balcão. Tendo em vista que o estudo foi elaborado no final da década de 70, tal medida teria como objetivo fomentar o mercado de bolsa, estimulando a participação de mais companhias. Outra vantagem destacada pelo estudo foi a maior publicidade conferida ao mercado de bolsa. Ao final, contudo, as duas possibilidades foram preservadas na minuta. (Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Projeto de Normatização nº VIII: Regulamentação da Aquisição das Próprias Ações pela Companhia (ações em tesouraria). Coordenação da Superintendência Jurídica. Rio de Janeiro, 1979 – Estudo jurídico, p. 22).

[293] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 213.

realização das operações em mercado buscou suprir a igualdade de tratamento conferida pelo direito de preferência[294] [295].

O cumprimento das disposições constantes do art. 9º da Instrução CVM nº 10/80 foi objeto de dispensa pelo Colegiado por diversas vezes, com base na previsão constante do art. 23 da mesma regra. O Colegiado da CVM, em geral, observa se o requerimento trata-se de caso especial e circunstanciado, assim como se a operação é realizada com níveis de transparência adequados, sem beneficiar algum grupo de acionistas em detrimento dos demais, conferindo tratamento adequado aos credores sociais, com a correta definição do preço das ações[296][297].

A CVM buscou proteger, com a restrição à negociação privada, os interesses dos acionistas e dos investidores da companhia. A Nota Explicativa nº 16/80 deixou claro

---

[294] Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Projeto de Normatização nº VIII: Regulamentação da Aquisição das Próprias Ações pela Companhia (ações em tesouraria). Coordenação da Superintendência Jurídica. Rio de Janeiro, 1979 – Estudo jurídico, p. 22.

[295] Veja-se, neste sentido, o Processo CVM n° RJ/2009/11977, decidido em 10 de agosto de 2012. Com base no art. 23 da Instrução CVM n° 10/80, o Colegiado da CVM manifestou-se favoravelmente à possibilidade da companhia recomprar suas ações de forma privada, em atendimento à cláusula de plano de opção de ações que estipulou o direito de preferência para a companhia adquirir ações atribuídas a colaboradores em decorrência do plano. Os argumentos utilizados pelos requerentes para o pleito foram conferir liquidez às ações que os beneficiários do plano teriam recebido em decorrência deste (a falta de liquidez poderia dificultar a alienação das ações, ou afetar os preços dos títulos), assim como evitar a diluição dos antigos acionistas, seja em decorrência da necessidade de emissão de novas ações para o cumprimento futuro do plano, seja em decorrência da oferta no mercado de um grande número de ações anteriormente pertencentes aos beneficiários. Já no Processo CVM n° RJ/2012/6296, decidido em 22 de novembro de 2012, o Colegiado indeferiu o pleito considerando existir diferença significativa entre o precedente anteriormente citado e o presente. No caso anterior, o pleito decorria não só do receio da diluição, mas também de preocupações com a baixa liquidez das ações em mercado, que impediria a sua alienação ou que faria com que essa alienação afetasse os preços dos títulos. No presente caso, a CVM entendeu que o argumento acerca da baixa liquidez das ações não está presente com a mesma intensidade, pois havia, efetivamente, mercado para as ações da Companhia, de forma que o caso não seria suficientemente peculiar para justificar a autorização para a negociação pela CVM.

[296] Exemplificativamente, no Processo CVM n° RJ/2011/11230, decidido em 20 de dezembro de 2011, o Colegiado da Autarquia concedeu dispensa, nos termos do art. 23 da Instrução CVM n° 10/80, para a alienação privada de ações de companhia aberta através de permuta, com a finalidade de pagar o preço de aquisição de uma sociedade. Também no Processo CVM n° RJ/2008/12392 decidido em 14 de julho de 2009, e no Processo CVM n° RJ/2008/4169, decidido em 8 de julho de 2008, foi autorizada a alienação privada de ações para, respectivamente, a quitação de empréstimo tomado, e o pagamento da aquisição de participação em uma companhia estrangeira.

[297] Dentre as variadas justificativas que suportam a autorização para a recompra de ações privada por uma companhia, está a Resolução CMN n° 3.921/10, que passou a vigorar a partir de 1º de janeiro de 2012. Nos termos do §1º do art. 6º, desta regra, as instituições financeiras que efetuarem pagamentos a seus administradores a título de remuneração variável, deverão pagar, no mínimo, 50% de tal remuneração em ações no intuito de alinhar os interesses dos administradores e da companhia. Veja-se, neste sentido, o Processo CVM n° RJ/2011/2942, decidido em 6 de setembro de 2012, o Processo CVM n° RJ/2012/0897, decidido em 16 de fevereiro de 2012, o Processo CVM n° RJ/2011/14462, decidido em 6 de março de 2012, e o Processo CVM n° RJ/2012/8224, decidido em 17 de julho de 2012.

tais objetivos ao prever que as negociações privadas foram afastadas "*pela óbvia ausência de visibilidade e de igualdade de condições para todos os acionistas ou potenciais investidores*".

III.4. Atribuição estatutária de poderes ao Conselho de Administração

O art. 1º da Instrução CVM n° 10/80 dispôs que "*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*". O regulador optou por conferir estatutariamente tais poderes para o conselho de administração, tendo em vista que a Lei das S.A. não previu a obrigatoriedade de realização de assembleia geral para a aprovação da matéria[298].

Como se sabe, a Lei das S.A. regula a organização das sociedades anônimas prevendo quatro órgãos sociais: a assembleia geral, a diretoria, o conselho fiscal e o conselho de administração – este último obrigatório apenas para as companhias abertas. O estatuto social, por sua vez, pode criar outros órgãos com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores da companhia (art. 160 da Lei das S.A.). Interessa-nos, para os fins deste estudo, as funções da assembleia geral e do conselho de administração, a primeira estando acima do segundo na estrutura interna hierarquizada da companhia[299].

A assembleia geral é órgão social formado pelos acionistas de uma companhia reunidos para deliberar sobre matérias de interesse da sociedade e, desta forma, exprime a vontade da companhia. Já o conselho de administração trata-se de órgão de deliberação colegiada com funções administrativas, eleito pelos acionistas reunidos em assembleia geral. Diferentemente dos diretores, que em geral possuem poderes individuais, o conselho de administração não é responsável pela administração ordinária

[298] Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Projeto de Normatização nº VIII: Regulamentação da Aquisição das Próprias Ações pela Companhia (ações em tesouraria). Coordenação da Superintendência Jurídica. Rio de Janeiro, 1979 – Estudo jurídico, p. 19.
[299] Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. pp. 775-777.

e pela representação da companhia, cabíveis à diretoria. Assim, dentro da estrutura interna hierárquica da companhia, e havendo a previsão estatutária estabelecida pelo art. 1º da Instrução CVM n° 10/80, o conselho de administração aprovaria um programa de recompra, e a diretoria o colocaria em prática.

A CVM, ao estabelecer que o estatuto social das companhias abertas deve atribuir ao conselho de administração poderes para autorizar a recompra de ações, preocupou-se em "*dar conhecimento imediato da permissão legal, advertindo previamente aos investidores e acionistas que a companhia, se houver interesse, poderá utilizar a mecânica*"[300]. Objetivou, também, tornar a aprovação mais célere e operacional, garantindo "*maior rapidez decisória e mais eficiente mobilização administrativa, dispensadas outras formalidades como, por exemplo, a realização prévia de assembléia geral para autorizar cada operação*" [301].

Tratamento diverso foi conferido pelo direito europeu, tendo em vista que o art. 19 da Segunda Diretiva do Conselho da União Européia estabeleceu que a autorização para a aquisição de ações de emissão própria deve ser concedida pela assembleia geral de uma companhia[302]. São duas as principais causas para tal opção, como explica Maria Victória Rodrigues Vaz Ferreira da Rocha. Destaca-se, primeiramente, que a recompra afeta a estrutura da sociedade, e não deve ser considerada como a aquisição de outros bens, tendo em vista afetar os direitos e obrigações das ações adquiridas. Considera-se, ademais, que a assembleia é o órgão responsável por deliberar a respeito da destinação dos lucros sociais. Assim, tendo em vista que as ações são adquiridas com recursos disponíveis, é ela que deve decidir a respeito da utilização de valores na aquisição de ações de emissão própria[303].

Apesar das justificativas postas para a opção européia, entendemos que a delegação de poderes para o conselho de administração realizada no Brasil é adequada e

---

[300] Nota Explicativa CVM n° 16/80.
[301] Nota Explicativa CVM n° 16/80.
[302] O estudo Report On "Stock Repurchase Programs" elaborado pela IOSCO demonstra que, de 15 jurisdições analisadas, a grande maioria optou por escolher a assembleia geral como órgão responsável por aprovar programas de recompra de ações (International Organization Of Securities Commissions – IOSCO. Report On "Stock Repurchase Programs". Disponível para consulta em http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf (acessado em 5 de outubro de 2012)).
[303] Rocha. Maria Victória Rodriguez Vaz Ferreira da. Aquisição de Acções Próprias no Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Livraria Almedina. 1994. p. 203.

compatível com a relevância da decisão a ser tomada. Apesar do reconhecimento de que a recompra é operação que afeta a disposição acionária da companhia, sua aprovação trata-se de decisão técnica e compatível com a responsabilidade atribuída ao conselho de administração. Ademais, a deliberação pelo conselho confere celeridade ao procedimento, estando seus membros sujeitos aos deveres e responsabilidades impostos pela Lei das S.A. Considere-se, ainda, o alto absenteísmo dos acionistas nas assembleias gerais de companhias brasileiras, o que colocaria a decisão nas mãos de uma minoria acionária, além dos altos custos para a realização de uma assembleia.

Buscando uma decisão refletida, assim como privilegiando sua publicidade, a Instrução CVM nº 10/80 (art. 8º) estabeleceu as informações que deverão ser especificadas na ata da reunião do conselho de administração que autorizar a aquisição ou a alienação de ações de emissão própria. São elas: (i) o objetivo da operação; (ii) a quantidade de ações a serem adquiridas ou alienadas; (iii) o prazo máximo para a realização das operações almejadas, que não poderá ser superior a 365 dias; (iv) a quantidade de ações em circulação no mercado[304]; e (v) os dados das instituições financeiras que atuarão como intermediárias.

Lembramos, por fim, que apesar de uma primeira leitura do art. 1º da Instrução CVM nº 10/80 sugerir que a previsão estatutária delegando poderes ao conselho de administração é condição para a recompra de ações por companhias abertas, a assembleia geral pode deliberar sobre o tema caso não haja a delegação expressa de poderes. Assim, por ser órgão hierarquicamente superior, a companhia poderá realizar uma operação caso haja aprovação da assembleia geral de acionistas. Ademais, como reconhecido pela Nota Explicativa CVM n° 16/80, a assembleia pode também, dentro de sua competência originária, dimensionar o nível de liberdade dos administradores, especificando condições ou objetivos para as aquisições de ações de emissão própria.

Foram, portanto, os interesses dos investidores e da própria companhia que o regulador procurou resguardar com a atribuição de poderes ao conselho de administração para a aprovação das operações. Os investidores são protegidos com a

[304] Conforme o art. 5º da Instrução CVM nº 10/80, "*entende-se por ações em circulação no mercado todas as ações representativas do capital da companhia menos as de propriedade do acionista controlador*".

publicidade atribuída às operações através de sua previsão estatutária. Desta forma, possuem informações sobre a possibilidade da companhia recomprar suas ações antes de decidirem sobre o seu investimento. Quanto aos interesses da companhia, a delegação de poderes traz celeridade à deliberação, além de proporcionar uma decisão técnica a respeito da aquisição de ações de emissão própria. Desta forma, os programas devem ser aprovados no melhor interesse da companhia, estando sempre os administradores sujeitos aos deveres e responsabilidades legalmente estabelecidos.

III.5. Limites estabelecidos

O art. 3º da Instrução CVM nº 10/80 estabelece, atualmente, que uma companhia aberta pode manter em tesouraria até o limite de 10% de cada classe de ações em circulação no mercado, incluídas neste percentual as ações mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas. A definição das ações em circulação no mercado, para os fins do art. 3º da Instrução CVM nº 10/80, encontra-se no art. 5º da mesma norma. São, portanto, entendidas como ações em circulação no mercado todas as ações representativas do capital da companhia menos as de propriedade do acionista controlador[305].

O limite inicialmente estipulado pela Instrução CVM nº 10/80 foi o de 5% de ações de uma mesma classe em circulação no mercado. O estudo prévio à elaboração da norma explica que a CVM considerou para a definição de tal número disposições da Lei das S.A. que fixavam o mesmo percentual para situações diversas[306], além da

[305] Trata-se de definição diversa de ações em circulação das anteriormente exploradas no item II.5. Utilizamos, naquele item, o termo "ações em circulação" em referência às ações fora da tesouraria da companhia, ou seja, as ações que estão em poder dos acionistas. Já o termo "ações em circulação no mercado" foi utilizado no item II.5. para designar todas as ações da companhia, menos as ações de propriedade do acionista controlador, diretores, conselheiros de administração e as mantidas em tesouraria (conforme disposição do art. 4º-A da Lei das S.A.). A definição da Lei das S.A. exclui as ações dos acionistas controladores e dos administradores das ações em circulação no mercado, e a definição do art. 5º da Instrução CVM nº 10/80 exclui apenas as ações dos controladores. Desta forma, se considerado o conceito da Lei das S.A., a porcentagem de 10% das ações para manutenção em tesouraria torna-se menor por haver um universo inferior de ações em circulação, pois as ações dos administradores não são consideradas. A CVM, em eventual reforma da Instrução CVM nº 10/80, deverá refletir sobre a conveniência da compatibilização da definição de "ações em circulação no mercado" com a constante do §2º do art. 4-A da Lei das S.A.

[306] O estudo cita, especificamente, o §1º do art. 157 da Lei das S.A., que estabelece que acionistas que representem pelo menos 5% do capital social podem requerer que os administradores da companhia aberta revelem certas informações em assembleia geral ordinária.

possibilidade da CVM dispensar o cumprimento de certos requisitos da Instrução, com base em seu art. 23.

Neste sentido, a Nota Explicativa n° 16/80 dispôs que "*o percentual máximo fixado em 5% (cinco por cento) de cada classe de ação, aliado ao parâmetro 'ações em circulação', foi a média considerada mais conveniente para fixar o limite, abaixo do qual, as decisões de compra das próprias ações dispensariam a aprovação prévia da CVM, com o que se assegura às companhias maior mobilidade decisória*".

O percentual estabelecido art. 3º da Instrução CVM n° 10/80 foi por três vezes alterado durante a vigência da norma. Como já referido, a porcentagem foi inicialmente fixada em 5%, sendo posteriormente alterada (i) pela Instrução CVM nº 100, de 13 de junho de 1989, para 10%; (ii) pela Instrução CVM nº 111, de 11 de janeiro de 1980, retornando para 5%; e, finalmente, (iii) pela Instrução CVM nº 268, de 13 de novembro de 1997, passando para 10%, vigentes até os dias atuais.

Em consequência, o limite de 10% de ações de uma mesma classe para manutenção em tesouraria é atualmente considerado pela CVM como o percentual que alinha os benefícios para a companhia decorrentes da recompra de suas ações sem, por outro lado, diminuir a liquidez dos títulos no mercado. De qualquer forma, o exposto na Nota Explicativa n° 16/80 vale tanto para o limite inicialmente fixado, como para o atual, ou seja, "*a delimitação deste percentual de ações, a despeito de excluir a necessidade de exame prévio, não significa liberdade incomensurada de agir. Além da obrigatoriedade de se obedeceram às demais exigências básicas cumulativamente, toda e qualquer aquisição de ações pela própria companhia que as emitiu será alvo das atenções administrativas, até porque, convém lembrar, em um grande número de sociedades percentuais inferiores ao fixado na Instrução representam volume capaz de vir a alterar definitivamente o controle através de negociação em mercado*". Com efeito, os controles administrativos tornam-se relevantes, tendo em vista que uma companhia pode recomprar ações até o limite estabelecido, e cancelar os títulos adquiridos para efetuar novas aquisições, reduzindo consequentemente a liquidez do mercado. Os administradores, desta forma, devem agir sempre no melhor interesse da companhia, observados seus deveres e responsabilidades legais.

Acrescente-se, ainda, que o limite de 10% atualmente fixado não considera as ações reembolsadas ou caídas em comisso. Entendeu a CVM por bem tal diferenciação, pois a manutenção de ações em tesouraria por conta destas duas hipóteses não se confunde com a aquisição voluntária de ações. Segundo a autarquia, "*nessas hipóteses, a companhia adquire-as por força da eventual inadimplência do acionista que não integraliza suas ações ou por obrigações de pagar ao dissidente que se contrapõe a deliberação assemblear. Em ambas, na dependência dos recursos que foram utilizados, há previsão legal de alienação obrigatória, após o decurso de determinado prazo, com a possibilidade também de redução do capital, como se depreende da redação do art. 107, §4º da lei de sociedades anônimas. Assim, diante da possibilidade de aquisição compulsória, não haveria como sujeitar estas ações ao regime de limitação percentual.*"[307].

A CVM buscou, ao fixar limites para a manutenção de ações de uma mesma classe em tesouraria, resguardar os interesses dos acionistas e dos investidores, tendo em vista que tais limitações visam, primordialmente, a assegurar a liquidez das ações da companhia, não dificultando a compra e venda de títulos pelos acionistas ou investidores interessados[308] [309].

---

[307] Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Projeto de Normatização no VIII: Regulamentação da Aquisição das Próprias Ações pela Companhia (ações em tesouraria). Coordenação da Superintendência Jurídica. Rio de Janeiro, 1979. pp. 10-11.

[308] Veja-se, neste sentido, o Processo CVM nº RJ 2009-5962, em que uma companhia aberta, por meio de sua subsidiaria, celebrou contrato de *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. A companhia, desejando encerrar o contrato antecipadamente, mas teme que a resolução provoque oscilações indesejáveis na cotação de suas ações, pois sua contraparte do *swap* provavelmente venderá as ações que adquiriu quando o *swap* foi celebrado. Para evitar eventuais efeitos adversos, a companhia se propôs a comprar, ela própria, as ações que a instituição financeira deverá alienar. Para tanto, solicitou dispensa do cumprimento do art. 3º da Instrução CVM nº 10/80, que estabelece um teto de 10% do total em circulação para as ações mantidas em tesouraria, pois com a aquisição pretendida, as ações em tesouraria atingiriam 16,95% (a companhia não poderia cumprir o limite imposto pela norma simplesmente cancelando ações em tesouraria porque uma parte substancial dessas ações está bloqueada para garantir uma execução fiscal). A segunda dispensa necessária seria do art. 9º da Instrução CVM nº 10/80, que proíbe a companhia de adquirir suas próprias ações fora de bolsa de valores, pois o volume expressivo da operação não se coadunaria com o ambiente de bolsa. O Colegiado da CVM decidiu, em 23 de junho de 2009, por maioria de votos, autorizar a operação desejada, desde que (i) o preço de compra deve ser igual à média ponderada da cotação das ações em mercado nos últimos 30 pregões; (ii) a operação deve ser divulgada ao mercado tão logo concretizada; e (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. Os Diretores vencidos no presente caso discordaram da segunda parte da decisão, por entenderem que a companhia ingressou na operação de *total return swap* visando a produção de determinados efeitos sobre o comportamento do preço das ações de sua emissão. Desta forma, a contratação da operação decorreu de uma decisão negocial, ou seja, de opção da própria companhia, em razão de uma determinada estratégia. Dessa decisão decorrem alguns subprodutos, como a possibilidade de perdas em caso de determinados movimentos de mercado ou a

Outro limite também estabelecido pela Instrução CVM n° 10/80 foi o prazo máximo para a realização das operações autorizadas pelo conselho de administração, que não deverá exceder a 365 dias (art. 8º, alínea "c"). Primeiramente fixado em três meses, tal prazo foi alterado pela Instrução CVM n° 390/03, passando a ser desde então de um ano. O prazo inicialmente definido foi identificado pela autarquia como não sendo suficiente para a efetivação do programa de recompra, o que justificou a sua extensão. A importância da fixação de um limite para as operações autorizadas, além de constituir uma forma de controle interno da companhia, atende aos objetivos de publicidade do programa, sendo relevante para que os acionistas e investidores estejam corretamente informados sobre os seus termos[310].

III.6. O preço para a aquisição das ações

O art. 12 da Instrução CVM nº 10/80 estabeleceu que o preço para a aquisição das ações de emissão própria não poderá ser superior a seu valor de mercado. Neste sentido, a companhia não pode despender recursos próprios para adquirir ações de sua emissão por valor superior ao que poderia gastar ao adquiri-las em mercado. Se tal situação fosse possível, a companhia estaria privilegiando os acionistas alienantes em seu detrimento, e em prejuízo de outros potenciais vendedores de ações.

Neste sentido, a Nota Explicativa nº 16/80 explica que "*cabe à CVM fiscalizar os processos de formação de preço, com o fim de evitar distorções e assegurar um funcionamento regular e disciplinado do mercado. Entretanto, é indevida qualquer*

---

ocorrência de oscilações no preço das ações, seja quando da sua aquisição pela contraparte do swap, conforme acima referido, seja quando do encerramento da operação e do conseqüente desfazimento daquela operação acionária. Assim, não seria oportuno ajustar as regras da CVM regras à situação peculiar da companhia, e portanto o limite de 10% não deveria ser ultrapassado.

[309] O estudo Report On "Stock Repurchase Programs" elaborado pela IOSCO demonstra a variedade dos limites identificados nas 15 jurisdições analisadas, tendo alguns países como os Estados Unidos, ou a Inglaterra, optado por não impor um limite máximo para as aquisições. (International Organization Of Securities Commissions – IOSCO. Report On "Stock Repurchase Programs". Disponível para consulta em http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf (acessado em 5 de outubro de 2012)).

[310] Sobre tais regras, o ex-Presidente da CVM Marcelo Trindade explica que "*elas têm por finalidade evitar que a autorização do Conselho de Administração, ou da assembléia, permaneça em aberto por um tempo muito longo, criando, com isso, de maneira indireta, o risco de que as condições aprovadas percam atualidade, com risco de prejuízo para a companhia*". Decisão do Colegiado de 14 de junho de 2007 (não foi atribuído um número para o processo, possivelmente pelo requerimento ter se iniciado através de um pedido de confidencialidade).

interferência do órgão regulador na fixação objetiva do preço das ações, o qual deve ser determinado pelas leis naturais do mercado. A imposição, no art. 12, do limite do preço ao valor de mercado para as ações a serem adquiridas posiciona a órgão regulador dentro da margem de sua competência e evidencia, por outro lado, a proibição de se utilizar a mecânica para efeitos de manipulação de preços".

A Instrução CVM nº 10/80 estabeleceu também que, caso as ações adquiridas tenham um prazo pré-determinado para resgate, seu preço de compra não poderá ser superior ao valor fixado para o resgate (art. 13). Assim como a vedação à aquisição de ações por valor superior ao praticado em mercado, a compra de ações por quantia superior também configuraria uma hipótese em que a companhia despenderia recursos superiores aos necessários para comprar os títulos, pois seria menos custoso resgatá-los.

Preocupada, ainda, com o funcionamento regular do mercado, a CVM estabeleceu que a alienação de ações em tesouraria que possa afetar substancialmente a formação de preços será submetida a procedimento especial de negociação[311] (art. 15). O regulador buscou, desta forma, "*a defesa de um regular processo de formação de preço*", assim como "*dar ampla divulgação da operação*"[312].

Assim, a vedação para que a companhia adquira ações de sua própria emissão a preços superiores ao de mercado buscou proteger os interesses dos acionistas, que deverão ser igualmente tratados pela companhia no decorrer de uma recompra de ações[313]. A restrição buscou também proteger os interesses da própria companhia, que não despenderá seus recursos para a aquisição de bens por valor acima do mercado.

---

[311] A Instrução CVM nº 168, de 23 de dezembro de 1991 ("Instrução CVM nº 168/91") dispõe sobre operações sujeitas a procedimentos especiais em bolsa de valores. A regra estabelece que deverão ser adotados procedimentos especiais de negociação sempre que as operações representarem (i) quantidade de ações ou direitos sensivelmente superior à média diária negociada nos últimos pregões, ou qualquer bloco substancial, mesmo que a negociação não envolva transferência de controle; e (ii) preço sensivelmente superior ou inferior à média dos últimos pregões. A CVM submeteu para audiência pública, em 2005, minuta elaborada com o objetivo de promover o aprimoramento e atualização das regras de negociação em bolsas reguladas pela Instrução CVM nº 168/91, buscando assegurar condições adequadas à participação equitativa dos investidores. As sugestões recebidas pela Autarquia ainda estão em análise.

[312] Nota Explicativa nº 16/80.

[313] O Colegiado da CVM, na decisão do Processo CVM n RJ2008/2748 em 6 de maio de 2008, negou pedido de companhia aberta para recomprar privadamente suas ações a preço superior ao de mercado tendo em vista que essa vedação, que assegura tratamento equitativo entre os acionistas da companhia, raramente é excepcionada. No entendimento do Colegiado, o fato de a companhia ter celebrado um contrato que a obriga a adquirir as ações a preço superior ao de mercado não afasta a aplicação de uma

III.7. Publicidade das operações

A obrigação da CVM garantir o acesso do público investidor a informações no mercado de capitais decorre inicialmente de disposição da Lei nº 6.385/76. O inciso VI de seu art. 4º dispõe que o Conselho Monetário Nacional e a CVM deverão "*assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido*". O art. 22 da Lei nº 6.385/76, ainda, atribuiu competência à CVM para a expedição de normas aplicáveis à divulgação de informações por companhias abertas.

A CVM, como se sabe, por se tratar de típico regulador de condutas, busca com suas normas diminuir as situações de assimetria informacional através do *full disclosure*[314]. Isso porque, a publicidade das ações praticadas por companhias abertas é base fundamental para o funcionamento do mercado de capitais. Assim, a CVM criou regras que determinam que os atos relacionados à aprovação da operação de recompra de ações, assim como o próprio processo de aquisição, devem ser públicos[315].

---

norma que já se encontrava em vigor quando o contrato foi celebrado.

[314] São três os campos gerais da regulação financeira em espécie: a regulação de condutas, a regulação prudencial e a regulação sistêmica. Em brevíssima síntese, a regulação sistêmica é o conjunto de medidas que busca proteção para o sistema financeiro contra crises sistêmicas, tendo em vista o alto grau de interligação entre as instituições, principalmente as instituições bancárias. Tal regulação se justifica porque, na maioria dos casos, os custos da quebra de instituições financeiras não serão suportados apenas por seus acionistas, credores, depositantes, mas por toda a sociedade e podem, em último caso, ocasionar uma recessão econômica. Já a regulação prudencial, que fixa limites à atuação das instituições financeiras (por exemplo, limites de aplicações ou capital mínimo elevado), busca também, em última instância, prevenir crises sistêmicas. A regulação de condutas, por sua vez, busca proteger a informação fornecida ao mercado, tendo em vista que a redução da assimetria informacional é fundamental para que o investidor possa avaliar o risco que deseja tomar. Para o aprofundamento do tema, veja-se Yazbek, Otavio. Regulação do Marcado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. pp. 175-252.

[315] Além de atender às disposições da Instrução CVM nº 10/80, o programas devem observar as demais normas expedidas pela CVM a respeito. Dentre as regras que dispõe sobre a divulgação de informações por companhias abertas, destaque-se a Instrução CVM n° 358/02, que trata, dentre outros, da divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Seu art. 2º considera como fato relevante qualquer ato que possa influir na "*na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados*", "*na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários*"; ou "*na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados*". Ademais, o inciso XV do § único do art. 2º dispôs que a "*aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas*" é exemplo de ato ou fato potencialmente relevante. Outra norma relevante que trata da divulgação de informações é a Instrução CVM nº 480/09, que trata do registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários, e traz, no formulário de referência da companhia, a obrigação de prestar informações a respeito da aquisição, manutenção em tesouraria e alienação de ações da companhia aberta.

Especialmente no que tange à Instrução CVM nº 10/80, as principais regras de divulgação das operações estão nos arts. 10, 11, 19, 20 e 21. Os arts. 10 e 11 estabelecem que a ata da reunião do conselho de administração que aprovar a operação será publicada de imediato, assim como a aprovação da operação será comunicada, de imediato, à CVM e à bolsa de valores onde forem negociados os títulos da companhia.

Ademais, os arts. 19 e 20 tratam do registro das operações, dispondo que a companhia deverá indicar, separadamente, as aquisições e alienações, devendo cada registro indicar (i) a data; (ii) a classe, espécie e forma das ações; (iii) a quantidade de ações adquiridas ou alienadas e respectivo preço; (iv) a conta do patrimônio líquido que deu origem aos recursos aplicados na aquisição, ressalvada a hipótese de doação sem custo para a companhia; (v) o valor das despesas realizadas; e (vi) o resultado líquido apurado com a alienação.

Por fim, o art. 21 da Instrução CVM nº 10/80, estabeleceu que a companhia deverá divulgar em nota explicativa às demonstrações financeiras, e no formulário Informações Trimestrais – ITR: (i) o objetivo ao adquirir suas próprias ações; (ii) a quantidade de ações adquiridas ou alienadas no curso do exercício, destacando espécie e classe; (iii) o custo médio ponderado de aquisição, bem como custo mínimo e máximo; (iv) o resultado líquido das alienações ocorridas no exercício; (v) o valor de mercado das espécies e classes das ações em tesouraria, calculado com base na última cotação, em bolsa ou balcão, anterior à data de encerramento do exercício social; e (vi) o montante de correção monetária das ações em tesouraria.

A Nota Explicativa nº 16/80 tratou da importância das informações a serem divulgadas pela companhia, esclarecendo que "*os diversos critérios de ampla divulgação adotados na Instrução têm por escopo informar o mercado acerca do fato relevante ao longo de todo o processo da operação, alertando-o para as conseqüências da decisão tomada pelos administradores e possibilitando uma adequação aferição de seus efeitos*"[316]. Desta forma, a correta divulgação de informações relacionadas à

[316] A relevância da divulgação de informações relativas à recompra de ações por companhias abertas foi também reconhecida pela CVM no julgamento do Processo Administrativo Sancionador 17/97, em 19 de maio de 2005, e em 20 de junho de 2005. No referido processo, administradores de uma companhia

recompra de ações busca resguardar os quatro principais interesses que destacamos ao longo deste Capítulo.

No que tange aos interesses dos acionistas, a publicidade das operações auxilia no exercício do direito de fiscalização dos negócios sociais, direito essencial estabelecido no inciso III do art. 109 da Lei das S.A. Quando aos interesses dos credores a publicidade de informações, além de auxiliar em negociações com a companhia, auxilia no acompanhamento de sua higidez. Já sobre os interesses dos investidores, as informações prestadas ao mercado fazem com que estes tomem uma decisão instruída sobre potencial aquisição de ações da companhia.

Por fim, são também protegidos os interesses da companhia que, como exposto no item III.2., englobam para a nossa análise os interesses dos administradores. Isso porque a ampla divulgação de informações funciona como uma forma de proteção para os administradores sociais e para a própria companhia que, desta forma, transferem para os acionistas, credores e investidores o ônus de analisar as informações disponíveis para subsidiar suas decisões.

III.8. Aquisição de ações através da negociação com opções

A CVM também se preocupou em regular a negociação de ações de emissão própria através de operações com opções para cancelamento, permanência em tesouraria ou alienação. Para tanto expediu a Instrução CVM nº 390/03, que por sua vez revogou a Instrução CVM nº 290/98, que tratava anteriormente do tema[317]. Trataremos, a seguir, de certas regras que julgamos relevantes para a realização das operações.

A CVM se preocupou em regular a negociação pela companhia com opções lastreadas em ações de própria emissão porque, se exercido o direito decorrente do título, a sociedade estará adquirindo ou alienando ações. A companhia pode negociar

---

aberta foram condenados à pena de inabilitação para o exercício do cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores pelo prazo de um ano por conta do descumprimento, dentre outros, dos arts. 10 e 11 da Instrução CVM nº 10/80.

[317] Veja-se, neste sentido, Stuber, Walter Douglas. A Negociação com Opções por Companhia Aberta *in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n° 23, 2004, pp. 394-396, que resume ordenadamente as regras aplicáveis às operações pela Instrução CVM nº 390/03.

com opções de compra ou venda de suas ações, ou seja, negociar com instrumentos derivativos que lhe atribuem direitos de comprar ou vender suas ações a um preço previamente determinado. A opção de compra trata-se de promessa unilateral de venda, ou seja, quando detentora uma opção de compra, a companhia pode optar, em certa data, a exercer a opção e a adquirir a ação por valor anteriormente estipulado. Já a opção de venda é uma promessa unilateral de compra, ou seja, o adquirente opta, em determinada data, a vender ou não sua ação para a companhia.

É interessante notar que a Instrução CVM nº 390/03 aplica-se mesmo na hipótese de liquidação financeira das opções. Contudo, para que ocorra a liquidação física das opções, deverá haver saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço aprovado, em valor suficiente para arcar com a operação. De qualquer forma a preocupação do regulador, mesmo na hipótese de não haver a efetiva aquisição dos títulos, demonstra que a simples negociação com as opções deve ser cercada de cuidados, pois pode influenciar na cotação das ações da companhia.

Ademais, assim como previsto para a aquisição de ações de emissão própria por companhias abertas, o estatuto social deve atribuir poderes ao conselho de administração para a realização das operações. Contudo, a Instrução CVM nº 390/03 previu, no §1º do art. 2º que, não havendo previsão estatutária, uma deliberação específica da assembleia geral pode autorizar a operação[318]. Ademais, a regra previu expressamente a possibilidade da deliberação que aprovar a negociação com opções autorizar a companhia a realizar outras operações com ações e opções referenciadas em ações de emissão própria com a finalidade de *hedge*, ou seja, para proteger ou reverter as posições de opções em aberto.

Limites semelhantes às aquisições de ações de emissão própria são também aplicáveis para as negociações com opções. Desta forma, o total das ações em tesouraria, somadas com as que a companhia poderá adquirir por conta do exercício de opções, não pode ser superior a 10% de cada espécie ou classe de ações em circulação no mercado na data da autorização pelo conselho de administração ou assembleia geral. Ainda, as operações com opções devem ser realizadas nos mercados onde são

[318] Como referimos no item III.4., apesar da Instrução CVM nº 10/80 não conter tal previsão expressa, não havendo previsão estatutária, a assembleia geral poderá aprovar a recompra de ações.

negociadas as ações da companhia, sendo vedada a realização de operações privadas. No entanto, a própria Instrução CVM nº 390/03 (art. 3º, inciso II) criou como exceção à realização de operações privadas as realizadas para cumprir com planos de opção de compra de ações, previstos no § 3º do art. 168 da Lei das S.A.

Ademais, a Instrução CVM nº 390/03 estabeleceu que (i) as opções somente poderão ser exercidas nas datas de vencimento; (ii) as opções de compra lançadas e as opções de venda adquiridas devem estar, obrigatoriamente, lastreadas em ações em tesouraria durante o prazo de exercício das opções, ressalvadas as operações realizadas para hedge; (iii) a companhia não poderá lançar mais de uma série de opção de compra e de uma série de opção de venda para cada data de vencimento; e (iv) salvo para hedge, a companhia não poderá realizar operações no mercado à vista ou de opções em sentido contrário ao que estiver indicando as operações com opções, no período compreendido entre a autorização da operação e a data de exercício da opção. E, finalmente, que o prazo de vencimento das opções não poderá ser superior a 365 corridos, contados do dia da contratação da operação.

A Instrução CVM nº 390/03 (art. 3º, § 3º) previu que no período entre a autorização para a negociação com opções pelo conselho de administração, e a liquidação das operações, "*a negociação com valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, apenas poderá ser feita nos termos previstos em política de negociação a que faz referência a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2003, e desde que a companhia seja impedida de atuar como contraparte nessas operações*". Como visto no item III.3.6. acima, a Instrução CVM nº 10/80, também proibiu a aquisição de ações do acionista controlador, sendo a este também permitido negociar em conformidade política de negociação da companhia (art. 13, §3º, II e §7º da Instrução CVM nº 358/03), mas desde que não seja a contraparte das operações.

Diferentemente do que ocorre na recompra de ações, as deliberações que autorizem a companhia a negociar com opções devem estar fundamentadas em estudo que justifique as operações e suas condições, principalmente no que se refere à

oportunidade e o preço de exercício. Tal estudo deverá ser público e posto à disposição da CVM, e busca evitar a tomada de decisões abusivas.

Por fim, assim como previsto na Instrução CVM nº 10/80, a CVM poderá autorizar, previamente, operações que não se ajustarem às normas da Instrução CVM nº 390/03 em casos especiais e plenamente circunstanciados.

IV. Aquisições irregulares

A decisão de negociar com as ações de emissão própria deve ser tomada, antes de mais nada, no melhor interesse social, de forma a favorecer os interesses da companhia como um todo. Por se tratar de operação que interfere na estrutura de capital da sociedade, caberá aos administradores sopesar os benefícios de sua utilização, atendendo necessariamente aos limites legais e regulamentares impostos.

A importância na análise da aquisição de ações de emissão própria por companhias abertas pode ser percebida pelo rigor com essas operações foram tratadas preliminarmente pela sua negativa no art. 30 da Lei das S.A., cujo §2º estabelece a nulidade das operações que não respeitem as regras expedidas pela CVM. Ademais, tanto os administradores da companhia, como os acionistas envolvidos na deliberação e execução das operações, podem vir a ser responsabilizados pela realização de operações irregulares. Neste sentido, o presente item buscará examinar as consequências das operações de aquisição de ações de emissão própria que não observem a lei e as regras expedidas pela CVM.

IV.1. Nulidade da operação

Como referido, o § 2º do art. 30 da Lei das S.A. estabeleceu que "*a aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso*". Trata-se de disposição com aplicação condicionada à expedição de norma pela CVM e que, por conseguinte, originou a Instrução CVM nº 10/80 e a Instrução CVM nº 390/03[319].

A Instrução CVM nº 10/80 optou por também dispor sobre a nulidade das operações que não observem seus termos, prevendo em seu art. 24 que "*a desobediência às normas desta Instrução no que se refere às exigências para aquisição das próprias ações importará em nulidade da operação, sem prejuízo da responsabilidade dos*

[319] Que revogou a Instrução CVM nº 290/98, que tratava anteriormente da negociação com ações de emissão própria através de opções.

administradores e acionistas controladores". Com efeito, tendo em vista que a nulidade foi legalmente estabelecida, sua reprodução na norma era desnecessária. No entanto, não há prejuízos na previsão do art. 24 da Instrução CVM nº 10/80, que acaba por ter caráter informativo.

Lembramos que a nulidade pretendida atinge apenas as operações que violem as regras específicas expedidas pela CVM sobre a recompra de ações. A respeito das operações abrangidas pelo §2° do art. 30 da Lei das S.A., a Nota Explicativa CVM n° 16/80, por sua vez, esclareceu "*que a pena de nulidade só atingirá negócios em que se infrinjam as normas diretamente ligadas às operações de aquisição das próprias ações. Os comandos circunstanciais que não integram a natureza operacional da aquisição, como por exemplo, o registro contábil subseqüente, não podem ensejar a nulidade, sob pena de provocar o surgimento de prejuízos incalculáveis aos próprios investidores, decorrentes de alegação da invalidade do ato por questões de menor relevância, passíveis de correção e de sanções mais específicas quanto à responsabilidade dos administradores, não afetando a terceiros de boa fé*".

A teoria das nulidades tem sua origem no direito civil[320], que se utiliza de três planos para a verificação da eficácia *lato sensu* do negócio jurídico (ou seja, sua aptidão para produzir efeitos jurídicos): (i) o plano da existência; (ii) o plano da validade; e (iii) o plano da eficácia *stricto sensu* do negócio[321]. Em síntese, como explica Gustavo Tepedino, et. al., "*o plano da existência diz respeito à análise dos elementos essenciais à existência do negócio. A validade concerne aos requisitos que devem conter os elementos do negócio para sua conservação, de modo a que se possa considerar o negócio válido. No plano da eficácia, finalmente, em que se pressupõe a existência e a validade do negócio, examina-se sua aptidão para produzir os efeitos a que se destina"* [322]. Desta forma, nos ensinamentos de Antonio Junqueira de Azevedo, temos "*no plano da existência, o negócio existe e o negócio inexiste; no plano da validade, o negócio*

[320] Trataremos sinteticamente da teoria das nulidades no direito civil, apenas para ilustrar o disposto no §2º do art. 30 da Lei das S.A. Não aprofundaremos um estudo sobre o tema neste trabalho, que é reconhecido por muitos doutrinadores como objeto de grandes controvérsias. Neste sentido, Pereira, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. I. 20ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2004.
[321] Veja-se o clássico trabalho de Azevedo, Antônio Junqueira de. Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia. 4ª. edição. São Paulo: Saraiva. 2002.
[322] Tepedino,Gustavo. Barboza, Heloísa Helena. Bodin de Moraes, Maria Celina. Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República. Vol. 1, Rio de Janeiro: Renovar, 2004. p. 307.

válido e o negócio inválido (subdividido em nulo e anulável); e, no plano da eficácia, o negócio eficaz e o negócio ineficaz em sentido restrito"[323].

Com efeito, a invalidade do negocio jurídico é gênero, do qual são espécies a nulidade (também referida como nulidade absoluta) e a anulabilidade (também referida como nulidade relativa). Importante diferença entre as duas espécies reside nos efeitos que delas decorrem – na nulidade há uma maior gravidade no comportamento faltoso, devido a inexistência do ato frente a defesa do interesse público, enquanto a anulabilidade é resultado de um descumprimento passível de convalidação, vez que normalmente tutela direito particular[324].

O art. 166, inciso VII, do Código Civil estabeleceu, dentre outros, ser nulo o negócio jurídico quando "*a lei taxativamente o declarar nulo, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção*". Os atos considerados nulos, como previstos no Código Civil Brasileiro, não são passíveis de confirmação, assim como não convalescem com o decurso do tempo (art.169). Já no caso de anulabilidade, explica Caio Mário da Silva Pereira, que "*o ato é imperfeito, mas não tão grave, nem profundamente defeituoso, razão pela qual a lei oferece ao interessado a alternativa de pleitear a obtenção de sua ineficácia, ou deixar que os seus efeitos decorram normalmente, como se não houvesse irregularidade*"[325].

Deve-se lembrar, de qualquer forma, que o efeito da nulidade ou da anulabilidade é o de restituir as partes do negócio jurídico a um estado anterior, com a ressalva de que, no caso da nulidade, a sua declaração determina a inexistência do ato com o desfazimento de todos os efeitos do ato nulo *ex tunc*, enquanto na anulabilidade, a sentença que anula o negócio determinará que cessem os efeitos do ato *ex nunc* ou, não sendo possível, determinará que as partes sejam indenizadas pelo valor correspondente (art. 182 do Código Civil Brasileiro), respeitados os efeitos até então produzidos.

---

[323] Azevedo, Antônio Junqueira de. Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia. 4ª. edição. São Paulo: Saraiva. 2002. p. 63.
[324] Tepedino, Gustavo, Barboza, Heloisa Helena; Moraes, Maria Celina Bodin de. Código Civil interpretado conforme a Constituição da República. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. pp. 309-311.
[325] Pereira, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. I. 20ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2004. pp. 639-640.

Considerando, assim, ser a nulidade "*a declaração legal de que a determinados atos não se prendem os efeitos jurídicos*"[326], a análise literal da disposição do §2º do art. 30 da Lei das S.A. resultaria na declaração de nulidade das operações efetuadas em descumprimento das normas específicas expedidas sobre o tema pela CVM. Sendo nulas tais aquisições, estas não produziriam quaisquer efeitos, e as partes deveriam retornar a sua condição original.

Entretanto, a invalidade dos atos societários obedece a um regime diferenciado, distinto daquele ao qual o direito civil está sujeito. Desta forma, no regime especial de ineficácia do negócio jurídico de sociedade e dos atos societários, a nulidade não produz efeitos retroativos ou, nas palavras de José Luiz Bulhões Pedreira, "*não prevalece o princípio de que o que é nulo não produz nenhum efeito*"[327]. Consequentemente, "*os vícios ou defeitos podem ser corrigidos a qualquer tempo, mesmo depois de proposta a ação de anulação do ato*"[328].

A razão de ser desse regime diferenciado no direito comercial explica-se pelo fato de que a dinâmica da nulidade no direito civil é, conforme apontada acima, acompanhada da função de proteger a ordem e interesse públicos. No entanto, conforme lições de Trajano de Miranda Valverde, quando relacionados ao direito comercial, "*os princípios de ordem pública não são eternos: transformam-se, quando não desaparecem, substituídos por outros inspirados por novas idéias ou novas concepções das instituições sociais*"[329]. O autor já notava tal relativização do conceito de interesse público na jurisprudência sobre sociedades anônimas à época em que vigia o Decreto-Lei nº 2.627/40, afirmando que, por sua natureza, as companhias escapavam das "*rígidas conseqüências atribuídas aos atos nulos*"[330].

Assim, não seria razoável, por exemplo, anular todos os atos praticados por uma sociedade constituída de forma irregular, ainda que tal vício fosse passível de

---

[326] Bevilaqua, Clovis. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Vol. I. Edição Histórica. Rio de Janeiro: Editora Rio. 1975. p. 410.
[327] Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 697.
[328] Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 697.
[329] Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. III, Rio de Janeiro: Forense, 1953. p. 94.
[330] Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. III, Rio de Janeiro: Forense, 1953. p. 94.

nulidade[331]. Em certos casos, a questão transcende um mero exame de razoabilidade, passando para o campo da plausibilidade, vez que seria muito difícil – se não impossível – em determinada situações desconstituir um negócio jurídico praticado pela companhia, ainda que a mesma tenha sido constituída de forma irregular[332].

Neste sentido, explica Waldirio Bulgarelli que "*sem querer adentrar a fundo na tese de que o Direito Societário afastou-se do Direito Obrigacional comum no campo das nulidades, para abrandá-lo, de vez que a prática societária não comporta o mesmo rigor observado no campo do direito obrigacional "in genere", a verdade é que a tendência dominante é a de minorar o radicalismo da nulidade absoluta, no campo societário, inclinando-se para reconhecer os efeitos dos atos ditos nulos ou inexistentes, impedindo a sua retroatividade e permitindo a sua retificação (...)"*[333].

O direito comercial adota, portanto, certas particularidades relativas ao regime da nulidade dos atos jurídicos, que "*(a) cada vez mais restringe os casos de nulidade absoluta, transformando-os, tanto quanto possível, em anulabilidades, (b) admite, em conseqüência, que a eficácia do ato, mesmo que viciado por alguma irregularidade, prevaleça até que seja anulado por decisão judicial, e (c) admite (ressalvados casos especialíssimos) a convalidação ou ratificação do ato a fim de que, sanada a irregularidade, adquira a certeza de validade indispensável ao funcionamento da companhia"*[334].

Cabe, desta forma, analisar a questão de serem nulas as aquisições de ações de emissão própria por companhias abertas que não respeitem as regras da CVM, sob a ótica da teoria das nulidades aplicada ao direito comercial. Assim, a despeito do disposto na Nota Explicativa nº 16/80, no sentido de que "*todas as vezes em que se*

---

[331] Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 698.

[332] "*Ainda quando nula fosse uma companhia ou sociedade anônima, dificilmente se poderiam apagar os efeitos resultantes de sua atuação no mundo dos negócios. A pessoa jurídica não revelou a terceiros o vício ou defeito que, contaminado-a desde a sua criação, preparava a sua extinção. Contratou, concluiu e executou uma série de negócios, cujos efeitos já se fizeram sentir ou perduram e não podem ser sumariamente cancelados"* (Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. III, Rio de Janeiro: Forense, 1953. p. 94).

[333] Bulgarelli, Waldirio. Anulação de Assembléia Geral de Sociedade Anônima; Assembléias Gerais Posteriores – Abuso de Minoria (Parecer). In: Revista dos Tribunais, São Paulo, Ano 67, v. 514, agosto/1978. pp. 57-64.

[334] Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Pareceres. Vol. II, 2º Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 699.

detectar a possibilidade de prejuízo em qualquer nível (...) *a operação não produzirá efeitos, por força da sanção aplicável*", entendemos que a nulidade estabelecida pelo §2° do art. 30 da Lei das S.A. deve ser mitigada, aproximando-se de uma anulabilidade.

Isso porque, caso seja adotado o regime de nulidades aplicado no âmbito do direito civil, todos os atos decorrentes da recompra irregular seriam nulos e impassíveis de qualquer correção ou confirmação. Entretanto, como visto, o direito comercial busca minimizar tais efeitos, levando-se em consideração que as operações comerciais são dinâmicas e que, em muitas das vezes, a declaração de sua nulidade resultará em consequências mais graves do que sua correção, ou mesmo a confirmação do ato, com a respectiva indenização dos prejudicados e terceiros de boa-fé.

Seria justamente o retorno à situação original que, na prática, poderia causar maiores complicações. Se não, vejamos: imagine-se a situação em que uma companhia aberta adquira ou aliene suas ações em bolsa, onde as contrapartes das operações não são identificadas, e que as operações violem, de alguma maneira, a Instrução CVM n° 10/80. Caso tal recompra fosse passível de declaração de nulidade nos moldes do direito civil, as partes teriam que retornar para o respectivo *status quo ante*, ou seja, todas as operações que por ventura fossem posteriormente realizadas com tais ações teriam que ser desfeitas. Já o primeiro passo de tal procedimento seria dificultado, por conta da identificação das contrapartes. Ainda, os compradores ou vendedores poderiam não ter as quantias para a devolução, ou as ações negociadas sido novamente alienadas, e assim por diante. Seriam também prejudicados todos os terceiros de boa-fé que, de alguma forma, foram afetados com a operação.

Observa-se, desta forma, que as conseqüências práticas da aplicação do regime das nulidades do direito civil no âmbito do direito comercial pode resultar em situações de difícil, ou impossível, resolução prática. Entendemos, portanto, que deve ser aplicado o regime da anulabilidade à operação de recompra de ações irregular realizada por uma companhia aberta. Desta forma, tendo em vista a dificuldade do retorno das partes ao estado em que se achavam antes da operação, assim como priorizando a segurança jurídica do mercado de capitais, as partes prejudicadas em uma operação de recompra de ações que não observe as normas da CVM terão de ser devidamente indenizadas, mas as operações não deverão ser declaradas nulas.

Esclarecemos, por fim, que nossa sugestão interpretativa não tem como intenção reduzir a severidade da Lei das S.A., mas sim garantir a execução e o cumprimento da regra através da conferência de aplicabilidade prática. Não pretendemos desprezar a gravidade da violação, mas a interpretação sugerida, como visto, nos pareceu autorizada desde a vigência do Decreto-Lei nº 2.627/40, sendo também referendada pelos autores do projeto da Lei das S.A.

IV.2. Penalidades administrativas

A Instrução CVM nº 10/80 (art. 25) estabeleceu que o descumprimento de parte de suas disposições configura infração de natureza grave. Tal classificação é importante pois possibilita a imposição de penalidades mais severas para as infrações consideradas de maior potencial ofensivo São graves as infrações assim classificadas pela CVM, nos termos do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76[335].

Conforme já manifestado pela CVM, "*o conceito de infração grave, em qualquer contexto, deve necessariamente partir da relevância do interesse protegido, que justifica a punibilidade de forma qualificada daqueles que pelo seu comportamento, atentarem contra esse interesse*"[336]. Foram, neste sentido, classificados como infração grave, os eventuais descumprimentos aos arts. 1º, 2º, 3º, 6º, 9º, 12 e 16 da Instrução CVM nº 10/80. A CVM, assim, entendeu serem os preceitos estabelecidos nos referidos artigos os mais relevantes para as operações de recompra de ações por companhias abertas, e portanto seu descumprimento deve ser punido com maior rigor. Outras hipóteses de descumprimento das disposições da Instrução CVM nº 10/80 não

[335] A CVM pode impor, para as infrações graves, as seguintes penalidades, estabelecidas nos incisos III a VIII do *caput* do art. 11 da Lei nº 6.385/76. São elas: (i) a suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; (ii) a inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no item anterior; (iii) a suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385/76; (iv) a cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385/76; (v) proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; ou (vi) a proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

[336] Nota Explicativa nº 12/79.

serão considerados infração grave para os fins de aplicação de pena, e poderão ser punidas de forma mais branda.

Ainda sobre imposições de penalidades administrativas, certos atos relacionados à recompra de ações constituem hipóteses de infração de natureza objetiva, em que é possível ser adotado rito sumário de processo administrativo sancionador. Tal procedimento encontra-se disciplinado pela Resolução CMN nº 1.657/89[337], e pela Instrução CVM nº 251/96[338][339].

O art. 1º da Resolução CMN nº 1.657/89 estabelece que a CVM disporá em regramento próprio sobre as hipóteses em que poderá ser adotado rito sumário de processo administrativo. Especifica, ainda, que tratarão de infrações de natureza objetiva[340] sobre as quais recairão penalidade de multa pecuniária até o máximo de R$100.000,00.

Em princípio mais célere do que o processo administrativo de rito ordinário, o processo rito sumário não depende de prévio inquérito administrativo, considerando-se instaurado com a intimação, por escrito, dos acusados. Diferentemente do rito ordinário, que é julgado pelo Colegiado da CVM, o processo administrativo sumário será instaurado e julgado pela Superintendência responsável pelo mérito do processo[341]. Após a decisão monocrática, há possibilidade de apresentação de recurso para o Colegiado da CVM e, posteriormente, a possibilidade de apresentação de novo recurso

---

[337] Alterada pela Resolução CMN nº 2.785, de 18 de outubro de 2000.

[338] Alterada pela Instrução CVM nº 335, de 4 de maio de 2000.

[339] Ressaltamos que a CVM lançou, em 3 de janeiro de 2013, o Edital de Audiência Pública SDM nº 01/13, que propõe minuta de nova Instrução para tratar das hipóteses de infração de natureza objetiva em que pode ser adotado o rito sumário no processo administrativo sancionador perante a autarquia, com o intuito de atualizar as disposições constante na Instrução CVM nº 251/96, com sua respectiva revogação. As hipóteses que envolviam a aquisição de ações de emissão própria foram retiradas na minuta de instrução posta para comentários do mercado.

[340] "*A menção às infrações de natureza objetiva contida na Resolução CMN nº 1.657/1989 evidentemente não tem o condão de consagrar a tese da responsabilidade objetiva na esfera do procedimento sancionador, mesmo tratando-se de processo para apurar infrações de menor gravidade. Isto porque, nosso sistema de direito constitucional, ao consagrar os princípios da reserva legal e da responsabilidade pessoal, repele a responsabilidade objetiva na esfera do poder punitivo estatal*". (Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008. p. 278).

[341] Sobre as diferenças entre o processo administrativo de rito ordinário e o processo administrativo de rito sumário, veja-se Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008. pp. 271-279 e Santos, Alexandre Pinheiro dos. Osório, Fábio Medina. Wellisch, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais. Regime Sancionador. São Paulo: Editora Saraiva. 2012. p. 188-217.

para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (arts. 3º a 7º da Resolução CMN nº 1.657/89).

Para o que interessa-nos no presente estudo, as hipóteses relativas à aquisição de ações de emissão própria para companhias abertas estabelecidas Instrução CVM nº 251/96 para a adoção de rito sumario foram, em princípio, o descumprimento aos arts. 1º, 3º, 9º, 10, 11 e 13 da Instrução CVM nº 10/80[342].

Entretanto, conforme disposição do art. 3º da Instrução CVM nº 251/96, ocorrendo concurso entre uma infração de natureza objetiva e uma infração grave, será adotado o processo administrativo de rito ordinário para a apuração dos fatos. Desta forma, tendo em vista o conflito existente entre o disposto no art. 24 da Instrução CVM nº 10/80, e o previsto nos incisos VI, VII e VIII do art. 1º da Instrução CVM nº 251/96, infrações ao disposto nos arts. 1º, 3º e 9º da Instrução CVM nº 10/80 deve ser apurada através de rito ordinário por constituírem infrações de natureza grave. Lembramos ademais, que havendo reincidência específica no descumprimento da norma, o rito sumário não poderá ser adotado (art. 2º da Instrução CVM nº 251/96).

---

[342] Para o que nos interessa sobre a recompra de ações constituem, em princípio, hipóteses de infração de natureza objetiva, em que poderá ser adotado rito sumário de processo administrativo, o disposto nos seguintes incisos do art. 1º da Instrução CVM no 251/96:
"*VI - Adquirir, a companhia aberta, ações de sua emissão sem que o estatuto social atribua poderes ao Conselho de Administração para autorizar tal procedimento (art. 1º, Instrução CVM nº10/80);*
VII - Manter em tesouraria, a companhia aberta, ações de sua emissão em quantidade superiora 5% de cada classe de ações em circulação no mercado, incluídas neste percentual as ações existentes, mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas (art. 3º, Instrução CVM nº10/80);
VIII - Adquirir, a companhia aberta, ações de sua emissão para permanência em tesouraria ou para cancelamento, ou aliená-las, em transações privadas (art. 9º, Instrução CVM nº 10/80);
IX - Deixar, a companhia aberta, de mandar publicar, de imediato, a ata de deliberação do Conselho de Administração que autorizar a aquisição ou alienação de ações em tesouraria (art. 10, Instrução CVM nº 10/80);
X - Deixar, a companhia aberta, de comunicar, imediatamente, à CVM e à Bolsa de Valores onde forem negociados seus títulos, a deliberação do Conselho de Administração que autorizar a aquisição ou a alienação de ações em tesouraria (art. 11, Instrução CVM nº 10/80);
XI - Deixar, a companhia aberta, de alienar as ações em tesouraria que excederem o saldo de lucros e reservas disponíveis, no prazo de 3 meses a contar da aprovação do balanço em que se apurar o excesso (art. 14, Instrução CVM nº 10/80)".
Importante notar que Edital de Audiência Pública SDM nº 01/13, de 3 de janeiro de 2013, que propõe minuta de nova Instrução para tratar das hipóteses de infrações de natureza objetiva em que podem ser adotadas o rito sumário no processo administrativo sancionador, não prevê as hipóteses acima, relacionadas à aquisição de ações de emissão própria. Os comentários à proposta de norma devem ser enviados à CVM até 4 de fevereiro de 2013.

IV.3. Administradores e acionistas controladores

Buscaremos, no presente item, tangenciar a questão da responsabilidade e deveres dos administradores e acionistas controladores de uma companhia aberta no que se refere à realização de uma operação de recompra de ações.

A responsabilidade dos administradores de companhias abertas torna-se especialmente relevante na análise das operações, tendo em vista que a recompra será, conforme previsão estatutária, aprovada pelo conselho de administração. A diretoria da sociedade, por sua vez, estará incumbida da operacionalização do programa, tendo em vista ser, confirme previsão da Lei das S.A. (art. 138, §1º), responsável privativamente pela representação social[343]. A importância da atuação dos administradores foi, inclusive, reconhecida na Nota Explicativa nº 16/80, que previu "*que o uso responsável da mecânica pelos administradores, secundados sempre pelos critérios de ampla divulgação, vem a garantir o bom êxito de sua implementação*".

Os administradores da companhia são diretamente responsáveis por assegurar que a aquisição de ações de emissão da própria será proposta e realizada no melhor interesse da companhia[344], tendo em vista que a recompra de ações "*constitui um procedimento inequivocamente administrativo, cabendo aos gestores da sociedade decidirem da conveniência ou necessidade de sua utilização*"[345].

A Lei das S.A., por sua vez, elenca em seus arts. 153 a 157 os principais deveres a serem observados pelos administradores das sociedades anônimas. São eles: (i) o dever de diligência (art. 153); (ii) o dever de cumprimento das finalidades da sociedade (art. 154); (iii) o dever de lealdade (art. 155); (iv) o dever de evitar situações de conflito de interesses (art. 156); e (v) o dever de informar (art. 157). O descumprimento de seus deveres pelos administradores legais causará a responsabilização também na forma da Lei das S.A., que previu em seu art. 158 a responsabilidade civil dos administradores de

---

[343] A estrutura hierárquica da companhia já foi abordada no item III.4. acima.

[344] "*Neste sentido, por exemplo, ressalte-se que se tornou dispensável fazer menção expressa à obrigatoriedade de se observarem os interesses da companhia na negociação, posto que este é um compromisso preceitual de todos os que possuem poderes para decidir acerca dos destinos da sociedade*" (Nota Explicativa nº 16/80).

[345] Nota Explicativa nº 16/80.

companhias abertas, e no art. 159 a possibilidade de propositura de ação de responsabilidade civil em face dos administradores sociais[346].

Por fim, ainda que não seja matéria adjeta de nosso estudo, lembramos que o Código Penal Brasileiro tipificou a conduta dos administradores que negociarem indevidamente, por conta da companhia, com as ações por ela emitidas, podendo ocorrer, inclusive, a reclusão dos administradores envolvidos (art. 177, § 1°, inciso IV). Como a reclusão prevista é de 1 a 4 quatro anos, desde que o fato não constitua crime contra a economia popular, trata-se de crime afiançável, cabendo exclusivamente ao juiz decidir a fiança dentro de 48 horas após o seu requerimento[347].

Torna-se também relevante a atuação dos acionistas controladores das companhias abertas no que se refere à aprovação de operações de aquisição de ações de emissão própria por companhias abertas. A Lei das S.A. "*considera como acionista controlador aquele que, de fato, comanda os negócios sociais, fazendo prevalecer, de modo permanente, sua vontade nas deliberações assembleares, elegendo a maioria dos administradores da companhia e utilizando o seu poder para determinar, efetivamente, os rumos da sociedade*"[348].

Os deveres e as responsabilidades dos acionistas controladores foram previstos nos arts. 116, 116-A e 117 da Lei das S.A., considerando que estes devem "*usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social*". Ou seja, serão responsabilizados os acionistas que utilizarem o poder de controle para fazer com que a companhia efetue uma aquisição de ações de emissão própria irregular. Com efeito o regulador, ao tratar da nulidade das operações que não observassem as disposições da Instrução CVM nº 10/80, também previu, além das responsabilidades

---

[346] Para uma análise detalhada a respeito dos deveres e responsabilidades dos administradores de sociedades anônimas abertas, veja-se Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008. pp. 391-505. Já especificamente a respeito da responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas, veja-se Adamek, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas). São Paulo: Saraiva. 2009.

[347] Dispunha o art. 168 do Decreto-Lei nº 2.627/40:
"*Art. 168. Observado o disposto no art. 2º, ns. IX e X, do Decreto-lei n. 869, de 18 de novembro de 1938, incorrerão na pena de prisão celular por um a quatro anos:*
4º, os diretores ou gerentes que comprarem ou venderem, por conta da sociedade, as ações por ela emitidas, salvo as permissões expressas em lei;"

[348] Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II. São Paulo: Quartier Latin. 2011. p. 668.

dos administradores, as responsabilidades dos acionistas controladores no cumprimento das regras referentes à operação.

V. Conclusão

A compreensão do porquê a lei optou por autorizar que uma sociedade anônima adquira ações de sua própria emissão foi uma das motivações que nos fizeram escolher o presente tema para estudo. Isso porque, em um primeiro momento, a operação de recompra de ações aparenta um contra-senso, tendo em vista a autofagia resultante da aquisição de ações de emissão própria. É certo, entretanto, que a companhia que recompra ações não torna-se acionista de si própria.

Ao longo de nossa reflexão, contudo, concluímos que o melhor questionamento a ser realizado não seria o porquê da opção legislativa, mas sim o contrário: porque uma companhia não deveria adquirir ações de sua própria emissão? Assim, sob a influência desta questão procuramos desenvolver nosso trabalho, buscando demonstrar a importância e os benefícios que a operação de recompra de ações pode ter na estruturação de capital e na organização interna de uma sociedade anônima. A despeito do comando geral inicialmente proibitivo, procuramos guiar nosso estudo de forma a elevar o aproveitamento das ações de própria emissão mantidas em tesouraria em prol da companhia emissora, tendo em vista as ações recompradas serem bens de titularidade da companhia.

Cabe, neste sentido, uma análise crítica da disposição constante do *caput* do art. 30 da Lei das S.A., que estabelece a vedação inicial para, em seguida autorizar que a companhia negocie com suas próprias ações das formas mais variadas. A redação do *caput* fica ainda fragilizada quando comparamos a abrangência do termo "negociação" com o que entendemos que o legislador buscou ao dispor sobre a possibilidade de aquisição de ações de emissão própria (alínea "b" do §1º do art. 30). Com base no exame realizado principalmente nos itens I.2.1. e II.1. do presente trabalho, inferimos que os termos "negociação" e "aquisição" foram utilizados no art. 30 da Lei das S.A. com propósitos bastante semelhantes, ou seja, referem-se à celebração de negócios jurídicos que possuam como objeto a transmissão da propriedade das ações.

A redação do art. 30, portanto, poderia ser revista para melhor refletir o panorama atual da negociação por sociedades anônimas com ações de emissão própria.

Entendemos que a lei exporia melhor seus objetivos sem a vedação inicial à negociação com ações de emissão própria, ou seja, permitindo diretamente a aquisição de tais ações, assim como autorizando as demais exceções constantes do §1º do art. 30 da Lei das S.A. No que tange especialmente à recompra de ações, poderiam ser conservadas as restrições relativas à utilização de recursos disponíveis das companhias nas operações, bem como à proteção do mercado de capitais contra a criação de condições artificiais de oferta, demanda e cotações das ações, e manipulação de mercado. Especialmente no que se refere à proteção ao capital social, mesmo considerando que este não representa garantia relevante para os credores sociais – como analisado no item II.7.1. – não é possível ignorar que o direito brasileiro adotou seu instituto, seguindo os moldes do direito continental europeu. Desta forma, a conexão da recompra de ações com o princípio da intangibilidade do capital social está de acordo com a organização sistemática da Lei das S.A.

Ademais, por conta das escassas disposições legais sobre a recompra de ações, entendemos que a melhor opção a ser adotada por companhias fechadas para a prevenção de conflitos trata-se da delimitação do tratamento a ser conferido para as operações no estatuto social das companhias. Já as companhias abertas, por sua vez, possuem tratamento mais detalhado, tendo em vista que devem respeitar as regras expedidas pela CVM sobre o tema, na forma do §2º do art. 30 da Lei das S.A. Tal atribuição de poderes tem como objetivo principal a proteção do mercado de capitais.

Especialmente quanto às companhias abertas, a CVM estipulou limites e vedações para a realização de operações no intuito de preservar os investidores e evitar a manipulação do preço das ações. Nossa análise foi realizada sob o foco dos principais interesses envolvidos nas operações de recompra de ações, considerando principalmente que as normas expedidas pela CVM podem ser revistas para atender ao dinamismo do mercado. É certo, de tal modo, que o interesse da economia nacional deve estar sempre no topo dos interesses protegidos. Ademais, todas as operações devem ser aprovadas e atender aos interesses da companhia, restando, em seguida, a função de conciliar os interesses dos acionista, investidores e credores sociais. A CVM preocupa-se também, ao atuar como regulador de condutas, com a publicidade e a correta divulgação de informações sobre as operações. Eventuais abusos ou descumprimentos das normas

expedidas pela autarquia devem ser devidamente apurados e punidos no exercício legal de suas funções fiscalizadora e sancionadora.

Estas foram, em síntese, nossas considerações finais sobre o presente trabalho, que teve como principal proposta dissertar a respeito das operações de recompra de ações realizadas por companhias abertas. Adotando posicionamentos em geral favoráveis à utilização de tais operações por sociedades anônimas, concluímos nosso estudo com a expectativa de ter contribuído para uma reflexão sobre as bases necessárias para o desenvolvimento do instituto no direito brasileiro.

VI. Bibliografia

Adamek, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A (e as ações correlatas). São Paulo: Saraiva. 2009.

Albanese, Antonio. Operazioni sulle azioni proprie (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario *in Conttrato e impresa*. Padova: Cedam. 2007. pp. 353-386.

Alonso, Félix Ruiz. Comentários à Lei das Sociedades por Ações (Lei 6404/76) *coord. de Geraldo de Camargo Vidigal e Ives Gandra da Silva Martins*. Vol. II. São Paulo: Ed. Resenha Universitária / Instituto dos Advogados de São Paulo, 1980.

Ascarelli, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: Saraiva & Cia., 1945.

----------. Studi in Tema di Societá. Milano: Giuffrè. 1952.

Azevedo, Antônio Junqueira de. Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia. 4ª. edição. São Paulo: Saraiva. 2002.

Barreto Filho, Oscar. As Operações a Termo Sobre Mercadorias ("Hedging") *in Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*. n° 29, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979. pp. 11-27.

Bauermeister, Livinston M. Aquisição das Próprias Ações pela Companhia Emissora. Dissertação de Mestrado Apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade de São Paulo – PUC-SP, orientação do Prof. Doutor Fábio Ulhoa Coelho. São Paulo, 2008.

Bevilaqua, Clovis. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Vol. I. Edição Histórica. Rio de Janeiro: Editora Rio. 1975.

Black, Barbara. Corporate Dividends and Stock Repurchase. Thomson Reuters, 2010.

Borba, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar. 2003.

Borchardt, Klaus-Dieter. O ABC do Direito da União Européia. Luxemburgo: Serviço das Publicações da União Européia. 2011, disponível para consulta em http://eur-lex.europa.eu/pt/editorial/abc.pdf, acessado em 6 de novembro de 2012.

Bulgarelli, Waldirio. Anulação de Assembléia Geral de Sociedade Anônima; Assembléias Gerais Posteriores – Abuso de Minoria (Parecer) *in Revista dos Tribunais*. São Paulo. Ano 67. Vol. 514. agosto/1978. pp. 57-64.

Bulgarelli, Waldirio. Manual das Sociedades Anônimas. 5º Ed., São Paulo: Atlas, 1988.

Bulhões, Carlos Eduardo. Estudo sobre o artigo 30 da Lei das S/A. *in Opiniões Jurídicas,* Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 27-54.

Bulhões Pedreira, José Luiz. Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

Campos, Luiz Antônio de Sampaio. Utilização do Lucro do Exercício: Dividendo e Recompra *in Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Editores. 2011.

Cantidiano, Luiz Leonardo. Reforma da Lei das S.A. Comentada. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

Carvalhosa, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 1° Volume, 6ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011.

----------. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2° Volume, 4ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

----------. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4° Volume, tomo II, 3ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Projeto de Normatização nº VIII: Regulamentação da Aquisição das Próprias Ações pela Companhia (ações em tesouraria). Coordenação da Superintendência Jurídica. Rio de Janeiro, 1979.

Comparato, Fábio Konder. Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa. São Paulo: Editora Revistas dos Tribunais, 1970.

----------. Funções e Disfunções do Resgate Acionário in *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1995, pp. 120-130.

----------. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 3º Ed. inteiramente rev. atual. e corr., Rio de Janeiro: Forense, 1983.

Correia, A. Ferrer. Acções Adquiridas pela Própria Sociedade Emitente e Direito de Voto in *Estudos de Direito Civil Comercial e Criminal*. Coimbra: Livraria Almedina., 1985, pp. 121-127.

Costa, Judith Hofmeister Martins. A Teoria da Causa em Perspectiva Comparativista: a Causa no Sistema Civil Francês e no Sistema Civil Brasileiro *in AJURIS*, Porto Alegre, v. 16 , n. 45. pp. 213-244.

Costa, Philomeno J. da. Operações da Anônima com as Ações do seu Capital. São Paulo, 1965.

Cueto, Jose Carlos Vazquez. Regimen Jurídico de la Autocartera. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas, S.A. 1995.

Davies, Paul L. Principles of Modern Company Law. Seventh Edition. London: Sweet & Maxwell, 2008.

Diniz, Maria Helena. Dicionário Jurídico. Vol. 3. Saraiva: São Paulo. 1998.

Dittmar, Amy K. Why Do Firms Repurchase Stock? *in The Journal of Business*. Vol. 73. N 1º. 3 (Jul., 2000), pp. 331-355, disponível para consulta em http://www.jstor.org/stable/2668568?origin=JSTOR-pdf&, acessado em 2 de novembro de 2012.

Domingues, Paulo de Tarso. Do Capital Social. Noção, Princípios e Funções. Coimbra: Coimbra Editores. 1998.

Eizirik, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011.

----------. A Lei das S/A Comentada. Volume II. São Paulo: Quartier Latin. 2011.

----------. A Lei das S/A Comentada. Volume III. São Paulo: Quartier Latin. 2011.

Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Parente, Flávia. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar. 2008.

Ferreira, Waldemar Martins. Instituições de Direito Comercial. Vol. 1. 2ª ed. Rio de Janeiro: Livraria Editora Freitas Bastos, 1947.

França, Erasmo Valladão A. e N. Adamek, Marcelo Vieira Von. A Proteção aos Credores e aos Acionistas no Aumento de Capital *in Revista do Advogado*. São Paulo. Vol. 96. 2008. pp. 32-40.

França, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. A Proteção aos Credores e Acionistas nos Aumentos de Capital Social *in Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros. 2009. pp. 236.

Gabrielli, Márcio F. Saito, Richard. Recompra de ações e proteção dos minoritários. Disponível para consulta em http://www16.fgv.br/rae/artigos/2207.pdf (acessado em 31 de março de 2011).

Gevurtz, Franklin A. Corporation Law. Second Edition. West. 2010.

Gomes, Orlando. Contratos. 26a edição. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

----------. Orlando. Direitos Reais. 18a edição. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

Guerreiro, José Alexandre Tavares. Aquisição de Quotas pela própria Sociedade *in Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico Financeiro*. n° 36, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979. pp. 50-57.

----------. Contratos Coligados, Swap, Vedação de Negociação com as Próprias Ações e Proibição de Comportamento Contraditório *in Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. pp. 317-382.

----------. Regime Jurídico do Capital Autorizado. São Paulo: Editora Saraiva, 1984.

Hertig, Gerard. Kanda, Hideki. Creditor Protection *in The Anatomy of Corporate Law*. Oxford: Oxford University Press, 2002, pp. 71-99.

Hull, John. Introdução aos Mercados Futuros e de Opções. 2ª edição. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros e Cultura Editores Associados, 1996.

Hungria, Nélson. Comentário ao Código Penal. Volume VII, Rio de Janeiro: Forense, 1955.

International Organization Of Securities Commissions – IOSCO. Report On "Stock Repurchase Programs". Disponível para consulta em http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf (acessado em 5 de outubro de 2012).

Iudícibus, Sérgio. Martins, Eliseu. Gelbcke, Ernesto Rubens. Santos, Ariovaldo dos. Manual de Contabilidade Societária. São Paulo: Editora Atlas S.A. 2010.

Kalansky, Daniel. Peyser, Luis. Empréstimo de Ações e o Mercado de Capitais *in Direito Empresarial*, São Paulo: Editora Método, 2005. pp. 19-37.

Kübler, Friedrich. Derecho de Sociedades (Gesellschaftsrecht). Madrid: Fundación Cultural del Notariado. 2001.

Kucukgungor, M. Asli. Acquisition by a Company of its Own Shares from the Perspective of Capital Maintenance Rules, setembro de 2004, disponível para consulta em http://www.jeanmonnet.org.tr/website/tr/dosyalar/tezler/m_a_kucukgungor.pdf (verificado em 8 de abril de 2008).

Lamy Filho, Alfredo. Capital social – Conceito – Atributos – A Alteração Introduzida pela Lei 9.457, de 1997 – O Capital Social no Sistema Jurídico Americano *in Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007. pp. 179-187.

Lamy Filho, Alfredo. Bulhões Pedreira, José Luiz. A Lei das S.A. Pareceres. Vol. II, 2º Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

----------. A Lei das S.A. Vol. I, Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

----------. Direito das Companhias. Vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

----------. Direito das Companhias. Vol. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

Lazzareschi Neto, Afonso Sérgio. Lei das Sociedades Por Ações Anotada. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008.

Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. A Negociação com as Próprias Ações por Sociedade Anônima de Capital Aberto *in Direito Comercial: Textos e Pretextos*. São Paulo: José Bushatsky, 1976. pp. 33-60.

----------. Aquisição de Ações do Próprio Capital para Cancelamento *in Pareceres*. vol. 1, São Paulo: Editora Singular, 2004. pp. 633-649.

----------. O Direito de Voto de Ações Gravadas com Usufruto Vidual *in Pareceres*. vol. 2, São Paulo: Editora Singular, 2004. pp. 1357-1368.

Lutter, Marcus. Legal Capital in Europe. Berlin: Rechtswissenschaften de Gruyter Verlags-GmbH. 2006.

Magalhães, Roberto Barcellos de. A Nova Lei das Sociedades Por Ações Comentada. Vol. 1, Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1977.

Manning, Bayless. Hanks Jr. James J. Legal Capital. Third Edition. New York: The Foundation Press, Inc. 1990.

Martins, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1977.

Mendes, Gilmar. Questões Fundamentais de Técnica Legislativa in Revista Eletrônica sobre a Reforma do Estado. Número 11. Salvador. 2007.

Mendonça, José Xavier Carvalho de. Tratado de Direto Comercial Brasileiro. Vol. 2. Tomo 2. 1ª ed. Campinas: Bookseller, 2001.

Moraes, Maria Celina Bodin de. A Causa doa Contratos in Revista Trimestral de Direito Civil. vol. 21. jan/mar 2005.

Moreira, Luís Fernando. Procianoy, Jairo Laser. Open Market Stock Repurchases at São Paulo Stock Exchange – Bovespa. 2001. Disponível para consulta em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274257 (acessado em 9 de maio de 2011).

Nascimento, João Pedro Barroso do. Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias. São Paulo: Quartier Latin. 2011.

Neves, Rodrigo Santos. O Princípio da Intangibilidade do Capital Social *in Revista Forense*, vol. 363, pp. 161-177.

Nobili, Raffaele. Asservazioni in Tema di Azioni Proprie *in Rivista delle Società*. Anno 32 (1987). Fascicolo 3-4. Milano: Guiffré Editore. pp. 760-806.

Noronha, Ilene Patrícia de. Poder de Polícia da CVM *in Conselho da Justiça Federal, Série Cadernos do CEJ*, Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários. Brasília. 1998, vol. 5. Disponível para consulta em http://www.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL15-8.htm (acessado em 22 de novembro de 2012).

Nossa, Silvania Neris. Lopes, Alexsandro Broedel. Teixeira, Aridelmo. A Recompra de Ações e a Análise Fundamentalista: um Estudo Empírico na Bovespa no período de 1994 a 2006 *in Brazilian Business Review*. Vol. 7. N. 1. 2010. pp. 1-23.

Oliveira, Fernando A. Albino. Poder Regulamentar da CVM. Tese apresentada para Doutoramento em Direito Econômico na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Professor Geraldo de Camargo Vidigal. 1989.

Ottanelli, Oriana. Acquisto di Azioni Proprie e Conseguente Riduzione del Capitale *in Rivista Del Diritto Commerciale*. Anno LXXXVI (1988). N. 3-4. Roma: Piccin Nuova Libraria S.P.A. pp. 205-232.

Papini, Roberto. Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

Pereira, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. I. 20ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

Pereira, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. Vol. III. 12ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

----------. Instituições de Direito Civil. Vol. IV. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

Pedreira, José Luiz Bulhões. 25 Anos de CVM *in Revista da CVM*, nº 35. 2002.

----------. Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia. Rio de Janeiro: Forense. 1989.

Penteado, Mauro Bardawil. O Penhor de Ações no Direito Brasileiro. São Paulo: Malheiros Editores. 2008.

Penteado, Mauro Rodrigues. Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 1988.

Perin Junior, Ecio. Ações Adquiridas pela Própria Sociedade Emitente e o Direito de Voto Como Forma de Blindagem da Empresa Plurissocietária *in Direito Empresarial*, São Paulo: Editora Método, 2005.

Pontes, Aloysio Lopes. Sociedades Anônimas. Vol I, 3ª edição, Rio de Janeiro: Revista Forense, 1954.

Pontes de Miranda, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo V. 3ª edição. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1970.

Reale, Miguel. Lições Preliminares de Direito. 17a. edição. São Paulo: Saraiva. 1990.

Rocha, Maria Victória Rodrigues Ferreira. Aquisição de Acções Próprias No Código das Sociedades Comerciais. Coimbra: Almedina, 1994.

Rock, Edward. Kanda, Hideki. Kraakman, Reinier. Significant Corporate Actions *in The Anatomy of Corporate Law*. Oxford: Oxford University Press, 2002, pp. 131-155.

Rosman, Luiz Alberto Colonna. Capital Social – Princípios da Realidade e da Intangibilidade – Funções e Disfunções (Aumento de Capital da Petrobrás em 2010 e Determinadas Regras do IFRS) *in Direito Societário: estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva. 2013. pp. 61-117.

Salles, Marcos Paulo de Almeida. Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários – comentários à Lei 6.385/76 *coord. de Geraldo de Camargo*

Vidigal e Ives Gandra da Silva Martins. Vol. III. São Paulo: Ed. Resenha Universitária / Instituto dos Advogados de São Paulo, 1980.

----------. O Contrato Futuro. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000.

Santos, Alexandre Pinheiro dos. Osório, Fábio Medina. Wellisch, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais. Regime Sancionador. São Paulo: Editora Saraiva. 2012.

Souza Júnior. Francisco Satiro de. Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores. Tese apresentada para Doutoramento em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2002.

Stuber, Walter Douglas. A Negociação com Opções por Companhia Aberta *in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n° 23, 2004, pp. 394-396.

Sztajn, Rachel. Futuros e Swaps: uma Visão Jurídica. São Paulo: Cultural Paulista, 1998.

----------. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários *in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 135. São Paulo: Editora Malheiros, 2004. pp. 136-147.

Teixeira, Egberto Lacerda. Tavares Guerreiro, José Alexandre. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. Vol. 1, São Paulo: Bushatsky, 1979.

----------. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. Vol. 2, São Paulo: Bushatsky, 1979.

Tepedino,Gustavo. Barboza, Heloísa Helena. Bodin de Moraes, Maria Celina. Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República. Vol. 1, Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

Trindade, Marcelo. Mútuo de Ações e Insider Trading. No prelo.

----------. Vedações à Negociação de Valores Mobiliários *in Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Editores. 2011.

Valverde, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 1953.

----------. Sociedades por Ações. Vol. II, Rio de Janeiro: Forense, 1953.

----------. Sociedades por Ações. Vol. III, Rio de Janeiro: Forense, 1953.

Ventura, Raul. Auto-Participação da Sociedade: as Acções Próprias. Disponível para consulta em http://www.estig.ipbeja.pt/~ac_direito/RVentura78.pdf e http://www.estig.ipbeja.pt/~ac_direito/RVentura78-2.pdf (acessado em 1 de outubro de 2012).

Wyatt, Michael C. Company Acquisition of Own Shares. Forth Edition. FT Law & Tax: London. 1995.

Yazbek, Otavio. Regulação do Marcado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.