

São Paulo, 30 de janeiro de 2014.

**Ref: Audiência Pública nº 11/2013.**

Ilmo. Sra.

Flávia Mouta Fernandes

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Senhora Superintendente:

Em referência ao Edital de Audiência Pública nº 11/2013 apresentando Minuta de Instrução sobre as negociações, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão e de derivativos referenciados em tais ações e alterações na instrução que regula a divulgação de informações sobre negócios de administradores e acionistas com participações relevantes, gostaríamos de apresentar os comentários e sugestões da CFA Society Brazil.

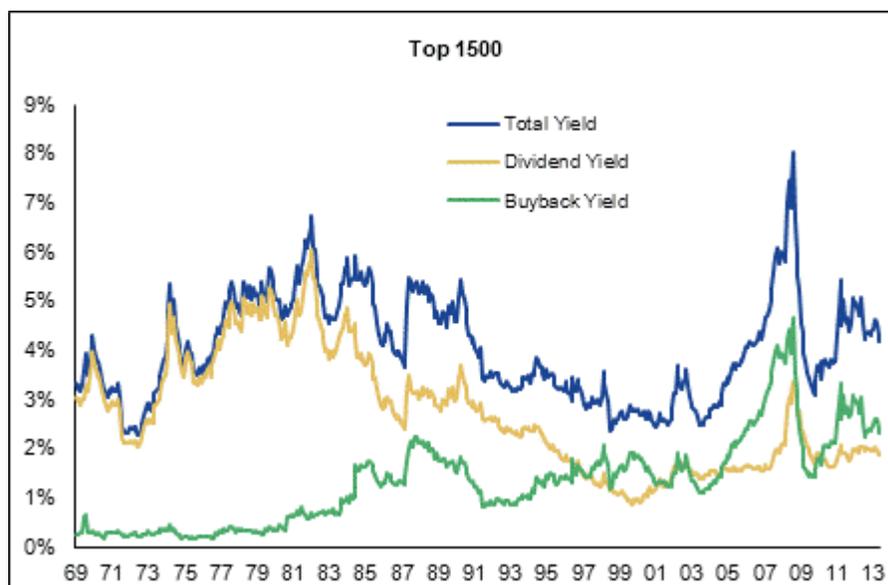
Primeiramente, cumpre-nos elogiar a iniciativa da CVM de modernizar a regulamentação relacionada à aquisição de ações pelas próprias companhias bem como as propostas de alteração da ICVM 358 que pretendem aprimorar a divulgação de informações quando um investidor adquire participação relevante em companhia aberta. A transparência e a difusão simultânea de informações são valores fundamentais defendidos pelo CFA como alicerces para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Entendemos que todas as questões apresentadas no Edital são relevantes mas tomamos a liberdade de focar nossas contribuições com ênfase nos seguintes tópicos:

- 1. Negociação de ações de emissão própria através do uso de derivativos;**
- 2. Autorização para negociar;**
- 3. Existência de recursos disponíveis;**
- 4. Presunção de regularidade (Safe Harbour);**
- 5. Derivativos de liquidação financeira;**

Tomamos a liberdade de apresentar nossa manifestação à partir de análise e apresentação dos principais fatos e conclusões de estudos e papers recentes sobre o tema, adicionalmente aos materiais já estudados pela CVM e mencionados no Edital. Listamos estes estudos no anexo desta carta e ficamos à disposição para enviá-los a CVM, caso seja de seu interesse.

Iniciamos nossa análise com um breve registro histórico sobre o tema. Recompra de ações por parte de empresas emissoras (*Stock Repurchase Programs ou SRPs*) tem despertado muito a atenção de acadêmicos e reguladores nos últimos anos. Quando se observa o comportamento das maiores empresas listadas nos EUA, nota-se uma crescente utilização desse tipo de ação corporativa, ultrapassando a distribuição de dividendos desde 2005 (ver gráfico abaixo) em termos de desembolsos.



Fonte: *Morgan Stanley Research*

De acordo com estudos acadêmicos utilizados, a razão por trás das operações de recompras tem mudado ao longo das últimas décadas. Gumport (*The Next, Great, Corporate Scandal: Potential Liability of Corporations Engaged in Open Market (Rule 10b-18) Buybacks: A Minority View, Case Histories, Summary of Published Studies and Direction of Future Research – Gumport, M.A. August 2006*) apresenta um sumário dessa evolução nos EUA:

- I. Na década de 60, as recompras eram associadas a retornos extraordinários das ações das empresas que faziam tal anúncio. Tal desempenho era explicado pela Teoria da Sinalização (*Signaling Theory*), onde os administradores da empresa “sinalizavam” que as ações estariam subavaliadas pelo mercado e, de fato, acabavam por antecipar uma melhora operacional futura da empresa. A performance extraordinária pós-anúncio caiu para menos da metade na década de 80.
- II. O aumento dos SRP foi estimulado pela introdução do *Safe Harbor (Rule 10b-18)* em 1982.
- III. De 1980-1987, os SRPs financiados com endividamento apresentavam retornos positivos pós-anúncio superiores àqueles financiados com o caixa da empresa. Nesse período a principal razão para os SRPs era a otimização da estrutura de capital das empresas
- IV. Algumas companhias utilizam SRPs para alvarcar seu indicador de Lucro Por Ação (LPA), entretanto há evidências de que o mercado não premia a ação quando esse é o único propósito da recompra.
- V. Mais recentemente, os estudos sobre SRPs passaram a apresentar uma relação elevada desse tipo de ação com programas de incentivo de executivos através de opções (*Executive Stock Option Programs*).
- VI. A frequência de anúncios de SRPs é correlacionada com o nível de opções concedidas aos executivos das empresas. Quanto mais elevados são os programas executivos de opções, mais inclinadas as empresas se mostram a reter lucros, reduzir pagamentos de dividendos e anunciar programas de recompra coincidentes com o ciclo do programa de opções.
- VII. SRPs estão correlacionadas com o impacto da diluição dos lucros por ação das empresas com programas executivos de opções.

- VIII. Na decisão entre pagamento de dividendos ou SRPs os administradores da empresa escolhem o método que lhes é mais favorável do ponto de vista fiscal.
- IX. Há evidências que vendas de ações por parte de *insiders* e SRPs tendem a ser coincidentes. Não é possível dizer se isso ocorre porque as companhias se utilizam de SRPs para neutralizar o efeito da diluição das opções ou se as vendas são feitas por causa dos períodos de recompra onde o preço da ação tem mais suporte.
- X. Empresas com programas de opções redirecionam recursos de investimentos nos seus negócios para programas de recompra.

As evidências empíricas mostram uma crescente utilização distorcida de SRPs não mais com o intuito de sinalizar uma melhora operacional futura, de otimização da estrutura de capital da empresa ou mesmo de devolver excesso de caixa a seus acionistas, mas com a finalidade de manipular o LPA da empresa ou, mais frequentemente, como uma ferramenta para maximizar o valor de programas de opções de seus executivos.

Como, em certas jurisdições, o tipo de requerimento sobre operações utilizando caixa ou derivativos são diferentes, há possibilidade que gestores de empresas se utilizem de estruturas de derivativos com intuito de evitar as restrições (por exemplo, no que diz respeito a existência de recursos disponíveis) ou reduzir o nível de transparência exigidos em operações através de caixa. Ainda, no Brasil, podem ser usadas estruturas de derivativos para se ter a exposição mas mantendo o *free float* mínimo de 25% para a listagem no Novo Mercado.

Com isso em vista, nos parece que a CVM não deve fazer distinção na forma pela qual a empresa executa seu SRP, quer seja através da utilização de seu caixa ou através de estruturas mais complexas com utilização de derivativos.

No estudo de Eelko Luning (*Innovation in Corporate Finance: Enhancing Share Buy-Backs with Derivatives – Luning, Eelko. June 2007*) são apresentadas, pelo menos, cinco estruturas possíveis com derivativos como alternativas à recompra de ações com caixa da

empresa. Recomendamos à CVM que verifique se as alterações na atual legislação cobrem todas as possibilidades de operações estruturadas documentadas.

A utilização de recompras no mercado aberto (ao invés de Ofertas Públicas de Recompra) e também de algumas estruturas com derivativos, particularmente aquelas que são executadas através de contratos de balcão (swaps ou dos chamados *Accelerated Stock Repurchase Agreements*) e não através de opções listadas e negociadas em bolsa, podem suscitar questionamentos sobre o tratamento igualitário de acionistas. Ações que poderiam mitigar esse risco incluem, por exemplo, exigência de aprovação do Conselho de Administração (CA) antes da execução do programa e sua posterior revisão pelo mesmo órgão. Poderia também exigir, da companhia emissora, transparência com relação aos termos da execução do programa pactuado com o intermediário financeiro, além de reporte regular de sua execução.

A legislação brasileira prevê que, caso esteja previsto em estatuto, a administração da empresa pode instituir um programa de recompra sem necessidade de autorização do Conselho de Administração ou da Assembleia de Acionistas, o que faz de nossa legislação uma das mais flexíveis e com menor grau de restrição em termos de autorização comparativamente a outras jurisdições. Considerando os severos conflitos de interesse que esse tipo de operação pode ensejar entre administradores e acionistas (atuais e potenciais), e mesmo entre acionistas majoritários e minoritários, sugerimos que esse tipo de operação seja subordinada à aprovação do CA da empresa e que as restrições que a CVM já impõe (item 2 acima: Autorização para Negociar) sejam mantidas, mesmo que haja aprovação dos acionistas.

Além disso, sugerimos que a CVM explore a possibilidade de estabelecer períodos de bloqueio (*black out periods*) para esse tipo de operação nas seguintes situações:

- a) em datas próximas da divulgação de resultados, à exemplo de outras jurisdições; e
- b) em períodos que precedem operações de distribuição de ações ou outras ações corporativas relevantes da empresa tais como OPAs, *follow-ons*, emissões de debentures etc.

Por fim, ainda dentro deste tópico, sugerimos à CVM que considere a possibilidade de impedir a venda de ações por parte da administração em períodos que estivessem em curso programas de recompra, excetuando-se quando esses programas estivessem sendo executados dentro dos parâmetros estabelecidos pelo *Safe Harbor*.

Com relação à criação de uma previsão de *Safe Harbor* (entendido como a presunção de não manipulação de preços e integridade de mercado), caso o programa de recompra seja executado dentro de parâmetros pré-estabelecidos com relação a preço, volume, timing de execução e utilização de intermediários, acreditamos que:

- i. Preço: recompras não devem ser feitas de forma a acelerar tendências de alta, portanto deveriam ser fruto de compras passivas (quando a transação é fechada no preço de oferta de compra e não quando o comprador ativamente compra na oferta de venda) e com preços iguais ou inferiores a última transação independente;
- ii. Volume: as recompras diárias não devem ultrapassar 25-30% do volume negociado naquele dia;
- iii. Timing de execução: recompras não devem ser feitas nem no leilão de abertura nem no de fechamento; e
- iv. Intermediário: Recompras devem ser executadas utilizando-se um único intermediário naquele dia e este deve agir de forma discricionária e independente do emissor.

Evidências apresentadas nos estudos mencionados mostram que uma parte substancial de operações de recompras não são executadas total ou parcialmente. Da forma que as operações de recompra são reguladas em outros mercados, elas acabam constituindo-se em uma "opção" para os administradores da empresa que, muitas vezes, utilizam desse dispositivo para comunicar falsos sinais para o mercado e para seus atuais e futuros acionistas. Exigir que a administração execute totalmente um programa de recompra ao final do prazo estabelecido parece ser uma medida dura que não encontra paralelo em nenhuma outra jurisdição. Entretanto, há evidências que, quando o regulador aumenta a exigência sobre o nível de transparência da evolução (ou não) da execução de programas de recompra, há um aumento importante do percentual de programas completados.

Portanto, sugerimos que a CVM exija da administração das empresas que anunciam programas de recompras o reporte mensal da evolução do programa de recompra, independentemente da forma que essa recompra assumir (uso direto do caixa ou através de estruturas de derivativos), abrindo as informações sobre:

- i. Datas onde houve transação,
- ii. Volumes por preço,
- iii. % participação no volume do dia,
- iv. Intermediário utilizado; e
- v. Volume de ações remanescentes do programa.

Adicionalmente, sugerimos que a empresa emita comunicado formal ao mercado quando o programa de recompra de ações expirar com menos de 30% de uso efetivo.

Sugerimos também que a empresa, suas subsidiárias, acionistas controladores, administradores e membros do CA reportem periodicamente as ações de emissão da empresa tomadas em aluguel. Há indícios de que o mercado de aluguel de ações pode ser objeto de operações que visem influenciar o estoque disponível de ações em circulação, interferindo assim na precificação da ação ou mesmo com intuito de aumentar o poder de voto do grupo de controle.

É nossa opinião que esse aumento de transparência de dados sobre a evolução das operações de recompra irá permitir que, no futuro, a CVM possa vir a aperfeiçoar as regras sobre esse tipo de operação com vistas a criar condições para o alinhamento de interesses entre acionistas e participantes do mercado.

Reiteramos que a CFA Society Brazil está à disposição da CVM para prestar esclarecimentos adicionais sobre estas sugestões que apresentamos bem como outros pontos que a CVM entenda pertinente.



Agradecemos mais uma vez a oportunidade de nos manifestarmos e contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e renovamos nossos protestos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

Rafael Campos, CFA  
Presidente – CFA Society of Brazil

Marcos De Callis, CFA  
Presidente do Conselho Consultivo

## ANEXO

Bibliografia adicional à mencionada no Edital utilizada para fundamentar nossa argumentação e sugestões:

- ***The Next, Great, Corporate Scandal: Potential Liability of Corporations Engaged in Open Market (10b-18) Buybacks: A Minority View, Case Histories, Summary of Published Studies and Direction of Future Research*** – Gumpert, M.A. August 2006
- ***Innovation in Corporate Finance: Enhancing Share Buy-Backs with Derivatives*** – Luning, Eelko. June 2007
- ***Why Do Firms Undertake Accelerated Share Repurchase Programs?*** – Chemmanur, Thomas J., Cheng, Y. and Zhang, T. February 2010
- ***Mandatory Disclosure and Firm Behavior: Evidence from Share Repurchases*** – Bonaimé, Alice A. – Gatton College of Business & Economics U of Kentucky. April 2013
- ***Share Buy-Backs: An Empirical Investigation*** - Asjeet Lamba and Ian Ramsay - Centre for Corporate Law and Securities Regulation - The University of Melbourne
- ***The Share Repurchase Announcement Puzzle: Theory and Evidence*** - Utpal Bhattacharya and Stacey Jacobsen – November 2013
- ***When a Buyback Isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options*** - Kathleen M. Kahle - University of Pittsburgh - Katz Graduate School of Business
- ***What Role Taxes and Regulation? A Second Look at Open Market Share Repurchase Activity in the United Kingdom*** – Dennis Oswald (London Business School) and Steven Young (Management School – Lancaster University) – October 2002

- **Using Treasury "Repurchase" Shares to Stabilize Stock Markets** - Nidal Rashid Sabri - College of Economics, BIRZEIT UNIVERSITY, Palestine
- **Actual Share Repurchase and Corporate Liquidity** – Edith Ginglinger and Jacques Hamon – September 2003
- **Share Repurchase Rules and Expropriation of Minority Shareholders: Evidence From Brazil** – Richard Saito – Fundação Getulio Vargas – September 2002
- **An Empirical Analysis of Share Buybacks in India** – Dr. A. K. Mishra – Indian Institute of Management – 2005
- **Stock Market Liquidity and the Decision to Repurchase** - Paul Brockman, John S. Howe and Sandra Mortal - Department of Finance, College of Business, University of Missouri-Columbia – June 2008
- **Earnings Management and Firm Performance: Following Open-market Repurchases** - Guojin Gong, Henock Louis and Amy X. Sun - Smeal College of Business, Pennsylvania State University – 2006
- **Comparing Share Buybacks in Highly Regulated and Less Regulated Market Environments** - Asjeet S Lamba† and Ian M Ramsay – Article published in the Australian Journal of Corporate Law – 2005
- **Share Repurchase Regulations: Do Firms Play by the Rules?** - Edith Ginglinger and Jacques Hamon - Université Paris-Dauphine - November 2008
- **Double Signals or Single Signal? An Investigation of Insider Trading Around Shares Repurchases** - Michael Firth, T. Y. Leung and Oliver M. Rui - Working Paper No.22/2008, HONG KONG INSTITUTE FOR MONETARY RESEARCH – November 2008

- ***Controlling Shareholders' Opportunism: The Case of Share Repurchase and Cash Dividends*** - Hyo Jin Kim (York University, Toronto, Canada), Soon Suk Yoon (Chonnam National University, Gwangju, Korea), and Hoje Jo (Santa Clara University, California, USA)
- ***Accelerated Share Repurchases*** - Leonce Barger, Manoj Kulchania, Shawn Thomas - Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh – August 2010
- ***Insider Trading and Share Repurchases: Do Insiders and Firms Trade in The Same Direction?*** - Alice A. Bonaimé (University of Kentucky) and Michael D. Ryngaert (University of Florida) – February 2013
- ***Stock Repurchases: Theory and Evidence*** - Jim Hsieh and Qinghai Wang – April 2009
- ***Taxation, Dividends, and Share Repurchases: Taking Evidence Global*** - Marcus Jacob and Martin Jacob - WHU – Otto Beisheim School of Management – September 2012
- ***Does Corporate Governance affect Institutional Ownership and Share Repurchase Decisions?*** - Hung-Hsi Huang (National Pingtung University of Science and Technology), Ching-Ping Wang (National Kaohsiung University of Applied Sciences), Kun-Hui Lin (National Pingtung University of Science and Technology) and Wan-Ru Jhao (Southern Taiwan University) – published in the GLOBAL JOURNAL OF BUSINESS RESEARCH - 2010
- ***The Law and Finance of Share Repurchases in Europe*** - Mathias M Siems (Durham Law School, Durham University, and Centre for Business Research, University of Cambridge) and Amedeo De Cesari (Aston Business School, Aston University, Birmingham) – April 2012

- ***Share Repurchase Motives by Taiwanese Firms*** - Shih-Chin Lee (Department of Finance, Chihlee Institute of Technology) and Jen-Chang Liu (Department of Banking and Finance, Takming University of Science and Technology) – January 2013
- ***Buybacks Around the World*** - Alberto Manconi, Urs Peyer and Theo Vermaelen – INSEAD – September 2013
- ***Open Market Share Repurchases and Earnings Management*** - Arturo Rodriguez (Tulane University) and Heng Yue (Peking University) - March 2005