

Interessado: Companhia Siderúrgica Nacional

Assunto: Negociação com ações de própria emissão

1. Trata-se de pleito da Companhia Siderúrgica Nacional ("CSN"), que, por meio de sua subsidiária CSN Madeira Ltda., celebrou em 2003 um *total return equity swap* em que assumiu as posições devedora em *London Inter-Bank Offer Rate - Libor* e credora na variação da cotação de certificados de depósito lastreados em ações de sua emissão. Como amplamente divulgado, no caso em tela, após um longo período com resultados favoráveis decorrentes de tal operação, a CSN acabou amargando resultados negativos no segundo semestre de 2008.
2. A CSN pretende encerrar antecipadamente o contrato mas, por outro lado, teme que tal fato acabe por ensejar oscilações indesejáveis na cotação de suas ações, que decorreriam do subsequente desfazimento da posição acionária detida pela instituição contraparte. Por este motivo, ela se propõe a adquirir tais ações, em operação fora de mercado.
3. Tal pretensão, porém, encontra empecilho em dois dispositivos da Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, a saber: no art. 3º, que impõe teto de 10% (dez por cento) do total em circulação para as ações mantidas em tesouraria (hoje a CSN detém em tesouraria 7,8% das ações em circulação, dadas em garantia em processo de execução fiscal); e no art. 9º, que proíbe a companhia de adquirir suas próprias ações fora de bolsa de valores. Neste sentido, a CSN solicita autorização para efetuar a aquisição pretendida: (i) ainda que seja ultrapassado o limite de 10% de ações em tesouraria; e (ii) fora de bolsa de valores, ainda que a preços definidos em mercado.
4. Quanto ao segundo ponto, não tenho maiores objeções ao que foi exposto no voto do Diretor Relator. No primeiro ponto, porém, enxergo o caso sob ótica distinta.
5. Isso porque entendo que a CSN ingressou 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.
6. Ao meu ver, 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 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.
7. Compreendo a preocupação da CSN com o comportamento dos preços dos títulos de sua emissão. Mas não creio que seja legítimo, ante uma decisão daquela ordem, que tem determinados efeitos claramente delimitados desde o início, afastar a regra vigente, permitindo a aquisição pretendida além do que seria, a rigor, possível. Creio que, de fato, haveria efeitos no que tange ao mercado, mas esses efeitos (i) não se poderiam caracterizar como de verdadeira distorção e, a meu ver, (ii) seriam progressivamente absorvidos, dada a excepcionalidade da venda.
8. Mais do que isso, destaco que mesmo a decisão de encerramento antecipado do contrato é decisão de negócio – motivada, talvez, pela necessidade de se evitarem outras perdas, mas, ainda assim, eminentemente negocial.
9. Em suma, discordo do voto do Diretor Relator por não crer que seja oportuno, a fim de evitar aquele efeito, "ajustar nossas regras à situação peculiar da companhia". As peculiaridades de que se reveste a situação da empresa, realço, decorrem de decisão presumivelmente informada, e, ademais, não me parecem colocar em risco a integridade do mercado. Não creio ser adequado, neste sentido, excepcionar a aplicação da norma vigente.

Rio de Janeiro, 23 de junho de 2009

Otavio Yazbek