

# **Recompra de Ações no Brasil: Regulamentação e Impacto sobre Minoritários**

Autoria: Marcio Fernandes Gabrielli, Richard Saito

## **RESUMO**

Analizamos empiricamente a influência da introdução da Instrução CVM nº 299 nos resultados das recompras de ações no mercado brasileiro. Antes da aplicação desta instrução, as recompras apresentavam retornos anormais acumulados significativamente negativos – em média -10% durante os três meses do período autorizado para a recompra das ações. Após a promulgação da Instrução CVM nº 299, as ações passam a obter retornos anormais acumulados positivos dado o evento de recompra. Nossa amostra incluiu os anúncios de recompras de ações realizados na BOVESPA no período entre 1º de janeiro de 1994 e 30 de junho de 2002. Os resultados confirmam o benefício das recentes mudanças na legislação visando a proteção dos interesses dos acionistas minoritários, particularmente, nos eventos de recompra de ações.

## **1. INTRODUÇÃO**

A aquisição de ações de sua própria emissão – ou recompra de ações<sup>1</sup> – realizada por uma companhia de capital aberto em bolsa de valores vem crescendo significativamente em vários mercados acionários do mundo nos últimos anos, transformando-se em um importante meio de distribuição de caixa para os acionistas em substituição ao pagamento de dividendos.

O número de anúncios de recompra de ações feitos por companhias norte-americanas cresceu 650% entre 1985 e 1996, de 115 para 755, e o valor desses anúncios cresceu 750%, de US\$15,4 bilhões para US\$113 bilhões (JAGANNATHAN et al., 2000). Em contrapartida, o aumento no pagamento de dividendos apenas dobrou de US\$67,6 bilhões para US\$141,7 bilhões no mesmo período. Conseqüentemente (GRULLON e MICHAELLY, 2002), a razão entre o valor das recompras de ações e o valor total de dividendos distribuídos cresceu de 13,1% em 1980 para 104,4% em 1998, sendo este o primeiro ano na história do mercado de capitais dos EUA em que as empresas gastaram mais na recompra de suas ações (US\$181,8 bilhões) que em pagamento de dividendos (US\$174,1 bilhões).

Dados de outros países também revelam um grande aumento do número de programas de recompras de ações. No mercado canadense (IKENBERRY et al., 2000) foram observados 1.060 anúncios de recompra de ações entre 1989 (US\$5,136 bilhões) e 1997 (US\$9,660 bilhões) totalizando mais de US\$35 bilhões no período. No mercado europeu pôde ser observado um crescimento de 600% no número de anúncios de recompras entre 1990 e 1998, passando de 31 para 217 (LASFER, 2002). Na Austrália esse número elevou-se de cerca de 30 entre 1989 e 1995 para mais de 100 entre 1996 e 1999 (LAMBDA e RAMSAY, 2000).

Além desse crescimento significativo, a recompra de ações tem recebido bastante atenção na literatura acadêmica por proporcionar lucro aos acionistas. DANN (1981), VERMAELEN (1981, 1984), LAKONISHOK e VERMAELEN (1990), COMMENT e JARRELL (1991) e IKENBERRY et al. (1995, 2000) documentaram retornos anormais positivos para o preço das ações em torno de um anúncio de recompra.

Ao analisarmos o mercado brasileiro entre 1º de janeiro de 1994 e 30 de junho de 2002, entretanto, encontramos um retorno anormal acumulado médio negativo de -3,48% – do dia do anúncio do programa de recompra de ações até o término do prazo de três meses previsto para a recompra. A partir de tal resultado levantou-se hipóteses que pudessem explicar o porquê dessa discrepância entre os resultados encontrados na literatura internacional e o mercado brasileiro.

Segundo KIM e SCHREMPER (2002) o aumento de importância da recompra de ações no últimos anos está intimamente ligado à legislação vigente nos países, ou melhor dizendo à desregulamentação desses mercados no que se refere às leis que regem os mercados de capitais. A recompra de ações era vetada até recentemente em vários países, devido ao receio existente de uma possível manipulação dos preços das ações pela companhia emissora. Vários exemplos podem ser citados: na Austrália a legislação proibia a recompra de ações até 1989, e até 1995 havia uma regulamentação muito restritiva; no Reino Unido os programas de recompras de ações foram legalizados em 1981, mas com fortes restrições em termos de quantidade, duração, preços e impostos se comparado ao mercado norte-americano; no Japão a recompra de ações era proibida até 1994; na Alemanha até 1998; na Suíça até 1992; e em Hong Kong até 1991. Além disso, existem mercados nos quais a recompra de ações ainda é proibida ou o caso da Áustria por exemplo, onde só são permitidas para fazer frente aos planos de remuneração de executivos com *stock-options*.

Voltando ao mercado norte-americano, JAGANNATHAN et al. (2000), GRULLON e MICHAELY (2002) e KIM e SCHREMPER (2002) argumentam que foi somente após a aprovação da regra 10b-18 da *Securities Exchange Commission* (SEC) em 1982 (*SEC Rule 10b-18*), que forneceu um porto seguro para os programas de recompras de ações, que as recompras de ações ganharam novo impulso nos EUA. Antes dessa regra a empresa que realizava um programa de recompra de ações estava sob a ameaça de encargos decorrentes da lei anti-manipulação de preços de 1934 (*Rule 10b-5 of the Securities Exchange Act of 1934*).

Tendo em vista a importância da legislação vigente nos diversos países sobre os mecanismos de recompras de ações, levantou-se a hipótese de que a legislação brasileira pudesse explicar as razões da reação negativa do mercado nacional aos anúncios de recompras de ações. Apesar de, no caso brasileiro, a legislação permitir desde 1976 a aquisição de ações pela própria companhia emissora, sob determinadas condições específicas, a influência do fator legal mostrou-se presente na última década – período durante o qual foi obtida a amostra para a realização do presente estudo. A Instrução CVM nº 268 alterou em 1997 a quantidade máxima de ações a serem recompradas; porém foi a Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999 – que dificultou o chamado “fechamento branco” de capital das companhias, cujas ações eram transacionadas em bolsa de valores – que teve a maior influência nos resultados analisados – bastante positiva, diga-se, o que demonstra a eficácia desta regulamentação.

Ao dividirmos a amostra inicial em duas partes – antes e após a Instrução CVM nº 299 – observa-se uma mudança de comportamento do mercado. Enquanto a primeira parte apresenta o mesmo padrão de comportamento negativo visto na amostra total analisada (-8,63%), com o mercado penalizando as companhias que anunciaram programas de recompra de ações, pode-se constatar um retorno anormal médio acumulado positivo de 4,95% após o anúncio de recompra pela companhia emissora na segunda parte.

Entende-se por recompra de ações a mercado<sup>2</sup> – aquisição de ações pela própria companhia emissora na legislação brasileira – um mecanismo que inicia-se com o anúncio de uma empresa para o mercado sua intenção em adquirir uma determinada quantidade de ações de sua própria emissão junto ao mercado acionário. A partir de então, a empresa encontra-se apta a comprar, assim como qualquer outro investidor, as ações de sua própria emissão na Bolsa de Valores, até uma determinada quantidade máxima – 10% atualmente – e durante um prazo – no máximo três meses – estipulados por lei. As ações porventura recompradas serão, então, mantidas durante um certo período de tempo na tesouraria da companhia até que sejam canceladas ou alienadas, isto é, recolocadas novamente no mercado acionário.

Este artigo está estruturado da seguinte forma: faz-se uma revisão bibliográfica na seção 2, apresentando os métodos utilizados e a motivação das companhias na recompra de suas ações, assim como uma descrição do processo e um resumo da legislação vigente reguladora do processo no Brasil. Na seção 3, descreve-se a metodologia de teste empregada

nesta pesquisa empírica, cujos resultados, assim como a sua análise, encontram-se na seção 4. Finalmente as conclusões do artigo são apresentadas na seção 5.

## 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

### 2.1. MÉTODOS DE RECOMPRA DE AÇÕES

Existem basicamente três métodos utilizados pelas empresas para recomprar suas ações. O mais chamativo destes métodos é a oferta a preço fixo (*fixed-price tender offer*), no qual a administração define o número de ações que pretende recomprar, assim como a data de expiração e o preço que pretende pagar, o qual, normalmente, é significativamente superior ao do mercado, ficando a cargo do acionista vender ou não suas ações. VERMAELEN (1981, 1984), LAKONISHOK e VERMAELEN (1990) estudaram bastante esse tema.

No Brasil tal método recebe o nome de Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)<sup>3</sup> e foi melhor ajustado, recentemente, pela Instrução CVM nº 361/02. Esse instrumento possui várias modalidades: cancelamento de registro de companhia aberta, aquisição do controle, alienação de controle, aumento da participação do controlador, concorrente ou voluntária. Trata-se de uma oferta irrevogável e irretroatável de compra ou permuta de ações e tem como destinatários todos os titulares de ações da mesma espécie e classe objeto da OPA. O estudo das OPA's, entretanto, foge do escopo deste trabalho, o qual se concentra nas recompras de ações a mercado, distinção que se faz necessária, pois vários estudos no exterior comparam formas similares desses processos existentes em outros mercados. Isto se deve, principalmente, ao fato de ambos os mecanismos permitirem que as companhias envolvidas transacionem com suas ações – recomprem-nas no mercado –, embora no Brasil os processos, motivações e regulamentação envolvidos serem completamente distintos para ambos.

O segundo método, e do qual não se faz uso no mercado brasileiro, é conhecido como *Dutch-Auction*. Segundo esse método a administração define o número de ações que pretende recomprar, assim como a sua data de expiração e uma faixa com alguns preços que pretende pagar, normalmente com ágio sobre o preço de mercado. Desta forma, os acionistas podem oferecer suas ações, ou não, a qualquer um dos preços ofertados, sendo que a administração irá comprar, logicamente, a partir dos preços mais baixos até completar a quantidade previamente estipulada. Nesses dois primeiros métodos há, normalmente, um ágio entre o preço de mercado e o preço ofertado, gerando conseqüentemente um retorno anormal instantâneo nas ações. Vale ressaltar que havendo acionistas interessados em vender suas ações pelo preço ofertado a empresa é obrigada a recomprar a quantidade de ações anunciada.

O terceiro método, tema deste artigo, consiste na aquisição de ações pela própria companhia emissora – recompra de ações a mercado –, no qual as empresas simplesmente recomparam as ações no mercado acionário como qualquer outro investidor, embora existam normalmente restrições legais, quer no número de ações que uma companhia pode recomprar a cada dia, quer na quantidade total de ações que a empresa pode recomprar. Agindo como qualquer outro investidor, a empresa paga exatamente o preço de mercado pelas ações recompradas e não é obrigada a recomprar toda a quantidade de ações anunciada – podendo inclusive chegar ao extremo de não recomprar uma única ação. No mercado americano, STEPHENS e WEISBACH (1998) encontraram uma média entre 74 a 82% de ações efetivamente recompradas frente à quantidade anunciada para o período entre 1981 e 1990<sup>4</sup>. Trata-se, também, do método mais utilizado no mercado norte-americano, o que é evidenciado por IKENBERRY et al. (1995), segundo os quais 90% do valor financeiro dos anúncios de recompra de ações realizados entre 1985 e 1993 foram feitos por tal método.

O poder de sinalização de uma oferta a preço fixo é muito maior que o de uma recompra a mercado, devido ao ágio existente na primeira e à obrigatoriedade de aquisição das ações caso haja vendedores interessados. Segundo VERMAELEN (1981) uma oferta a

preço fixo apresenta um retorno anormal de 17,5% frente a 3,37% de uma recompra a mercado entre os dias imediatamente anteriores e posteriores ao anúncio.

Existem ainda alguns outros métodos de menor importância: as transações privadas, nas quais as empresas podem eleger certos acionistas dos quais irá recomprar as ações – é proibida no Brasil –; e a combinação de opções de compra e venda de ações.

## **2.2. MOTIVAÇÕES DE UM PROGRAMA DE RECOMPRA DE AÇÕES**

Há quatro motivos principais pelos quais as empresas recompram suas próprias ações: para ajustar sua estrutura de capital; para redução dos custos de agência ou excesso de fluxos de caixa; em substituição ao pagamento de dividendos; e a sinalização que a empresa pode passar para o mercado em que atua.

Se uma empresa acha que está pouco endividada e que possui mais capital próprio do que necessita, uma recompra de ações pode restaurar um balanço mais adequado entre capital próprio e de terceiros. O ajuste da estrutura de capital via recompra de ações é bastante óbvio, pois ao retirar do mercado uma parcela de suas ações a empresa diminui a participação do capital próprio na sua estrutura de financiamento, aumentando, portanto, sua alavancagem (GRINBLATT e TITMAN, 2002).

O segundo motivo básico apontado seria o da eliminação dos fluxos de caixa livre, o excesso de caixa que não encontra oportunidades para ser reinvestido lucrativamente no negócio e do qual se fará mau uso se for deixado na companhia. Esse fato tende a mitigar os conflitos de agência entre administradores e acionistas de uma mesma empresa (JENSEN e MECKLING, 1976). Estimativas de LI e McNALLY (1999) para o mercado canadense dariam suporte à hipótese da redução dos conflitos de agência.

O terceiro principal motivo seria o da utilização do mecanismo de recompra de ações como um substituto mais flexível e com vantagens fiscais<sup>5</sup> sobre o pagamento de dividendos. A hipótese da substituição de dividendos por recompra de ações, como uma forma alternativa de transferência de caixa para os acionistas, foi estudada por GRULLON e MICHAELY (2002), que constataram que os investidores vêem recompras de ações e pagamento de dividendos como substitutos.

Segundo STEPHENS e WEISBACH (1998) tanto os fluxos de caixa esperados quanto os não esperados são positivamente correlacionados com recompras de ações, sugerindo que as empresas ajustam ativamente suas recompras de ações à sua situação de caixa, explorando assim a maior flexibilidade proporcionada pelas recompras de ações e indicando uma das possíveis razões de sua crescente popularidade. GUAY e HARFORD (2000) argumentam os administradores irão preferir uma recompra de ações em choques transitórios de aumento do fluxo de caixa, enquanto que um aumento do pagamento de dividendos seria preferido no caso de um choque que tenha uma grande componente permanente levará a um aumento da distribuição de dividendos. Isto se deve ao fato dos investidores não esperarem novas recompras em prazos pré-estabelecidos, porém avaliarem mal uma empresa que reduza seus dividendos.

O impacto dos impostos pessoais sobre a decisão dos administradores de qual método de transferência de caixa utilizar – recompra de ações ou pagamento de dividendos – no mercado norte-americano foi estudado por LIE e LIE (1999), que em suas análises encontraram resultados consistentemente com a teoria de que diferenças de taxações podem influenciar a decisão dos administradores, a qual penderia para as recompras de ações pelo fato dos ganhos de capital serem menos taxados que a distribuição de dividendos.

No caso brasileiro, entretanto, tal cenário não se mantém. Em seu estudo LA PORTA et al. (2000) compararam as vantagens e desvantagens fiscais da distribuição de dividendos em relação ao ganho de capital para 33 países ao redor do mundo. Refazendo-se as contas para o caso do Brasil – que não foi incluído na pesquisa por existir a obrigatoriedade do

pagamento de dividendos – encontra-se uma vantagem fiscal para dividendos maior que em qualquer outro país da amostra. Como no Brasil existe a possibilidade do pagamento de juros sobre capital próprio, precisou-se calcular esta vantagem para três casos distintos que são apresentados na tabela abaixo.

**TABELA 3 – TABELA COMPARATIVA VANTAGENS FISCAIS ENTRE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E GANHOS DE CAPITAL PARA O MERCADO BRASILEIRO**

	IR Pessoa Jurídica Lucros Retidos	IR Pessoa Jurídica Lucros Distribuídos	IR Pessoa Física Ganhos de Capital	IR Pessoa Física Dividendos	Taxa de desconto da alíquota	Valor de \$1 em dividendos	Valor de \$1 em Ganhos de Capital	Preferência Fiscal por Dividendos
<b>Dividendos PF</b>	34%	34%	20%	0%	0%	66%	53%	<b>1,25</b>
<b>JCP para PF</b>	34%	9%	20%	15%	0%	77%	53%	<b>1,45</b>
<b>JCP para fundos</b>	34%	9%	20%	20%	0%	73%	53%	<b>1,38</b>

Analisando os dados calculados para o mercado brasileiro a vantagem fiscal pende para o recebimento de dividendos ao invés dos ganhos de capital resultantes da recompra de ações. Desta forma, ao contrário do que acontece para a maioria dos países do mundo em que é apontada como uma das hipóteses para a utilização do mecanismo de recompra de ações em substituição ao pagamento de dividendos, a vantagem fiscal não se aplica de nenhuma maneira no atual mercado brasileiro.

Uma outra razão apontada na literatura (WEISBENNER, 2000), como sendo motivadora do atual crescimento da preferência pela utilização do mecanismo de recompra de ações ao invés do pagamento de dividendos, seria a grande quantidade de *stock-options* possuídas por executivos, que prefeririam, desta forma, o mecanismo de recompra de ações.

O quarto e último motivo básico apontado como motivador para os programas de recompra de ações consiste na sinalização de uma companhia para o mercado que o preço de suas ações encontra-se sub-avaliado pelo próprio mercado. Por esta razão ocorrem diversos anúncios de recompra de ações após grandes quedas dos mercados de ações. Após o *crash* de 1987, quando o mercado norte-americano caiu mais de 20%, cerca de 750 empresas anunciaram programas de recompra de ações nos dias seguintes à queda do mercado. Da mesma forma, nas duas semanas seguintes aos atentados terroristas de 11 de setembro de 2001, foram anunciados mais de 300 programas de recompras de ações. Essa mesma característica pode ser observada no mercado brasileiro, que registrou um pico de anúncio de recompra no biênio 1997 e 1998, resultante da crise asiática e conseqüente grande queda nos preços das ações (PROCIANOY e MOREIRA, 2000).

Vários estudos (DANN, 1981, VERMAELEN 1981, COMMENT e JARRELL, 1991, IKENBERRY et al., 1995, STEPHENS e WEISBACH, 1998, e IKENBERRY et al., 2000) sugerem uma correlação negativa entre o anúncio de um programa de recompra de ações e a performance da ação da empresa no período anterior ao anúncio, dando suporte à hipótese que os administradores decidem recomprar as ações de suas empresas quando julgam que as mesmas encontram-se sub-avaliadas, indicando um mercado imperfeito do ponto de vista informacional. Interessantemente, grande parte das empresas norte-americanas que anunciaram programas de recompra de ações após o *crash* de 1987 nunca recompraram tais ações, pois a sinalização para o mercado funcionou tão bem, que tais empresas nunca precisaram recomprar as ações. Isso vem a corroborar com a hipótese da sinalização, pela qual os administradores estariam sinalizando para o mercado que julgam que as ações de suas empresas encontram-se sub-avaliadas e pretendem tirar proveito disso por meio de uma recompra das ações de suas empresas a um preço mais baixo.

A primeira hipótese a ser testada deriva desta discussão sobre sinalização:

**H1:** *O anúncio de um programa de recompra de ações terá um efeito positivo no preço das ações da empresa no período logo após este anúncio, e esse*

*acréscimo no preço das ações manter-se-á acima do preço anterior até o final do período de recompra.*

Em seu estudo a respeito da influência das recompras de ações sobre todas as fontes financiadoras, DANN (1981) constatou que, embora os acionistas sejam os grandes beneficiários de um anúncio de um programa de recompra de ações, nenhuma classe de valores mobiliários da empresa perde valor com o anúncio, em outras palavras, não existe uma transferência de renda entre os diversos agentes financiadores, mas existe um aumento do valor da empresa como um todo, mostrando assim a relevância do fato.

Após toda esta discussão vale a pena ressaltar que o mercado brasileiro de capitais trata-se de um mercado bastante concentrado e com baixa liquidez para a maioria das ações transacionadas na BOVESPA. Desta forma, há um ambiente desfavorável ao mecanismo de transferência de caixa, via recompra de ações, pois para que haja uma efetiva transferência de caixa da empresa para os acionistas, as ações recompradas pela companhia devem ser necessariamente canceladas. Esse fato pode vir a influenciar negativamente a liquidez desta ação, pois haveria também uma redução na quantidade de ações em circulação (*free-float*). Desta forma, ao mesmo tempo que existem forças agindo no sentido de uma melhora do preço das ações, também existe uma força agindo no sentido de diminuição do preço das ações, uma vez que quanto menor a liquidez de um ativo, maior o seu risco, menor a sua atratividade e menor, portanto, o seu preço. Em seu artigo SAITO (2003) encontrou, no mercado brasileiro, um prêmio negativo pelo voto para ações ordinárias brasileiras em relação às preferenciais, devido principalmente à maior liquidez das ações preferenciais.

Não existe, entretanto, no mundo acadêmico, um consenso a respeito de como um processo de recompra de ações afeta a liquidez. Alguns autores como BARCLAY e SMITH (1988) e BROCKMAN e CHUNG (2001) encontraram uma correlação entre recompra de ações e diminuição da liquidez dessas – corroborando a explicação acima realizada. Por outro lado, FRANZ et al. (1995) e COOK et al. (1996) obtiveram evidências de que a liquidez aumenta com a recompra de ações, ao passo que MILLER e McCONNELL (1995) afirmam que as mudanças de liquidez são insignificantes. Devido, no entanto, às características particulares do mercado brasileiro, acreditamos que o mesmo deva se comportar de maneira semelhante à descrita no parágrafo acima – com uma diminuição da liquidez.

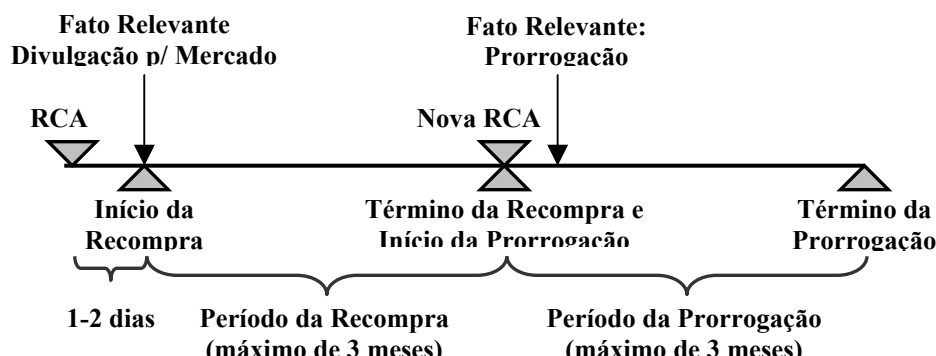
### **2.3. O PROCESSO DE RECOMPRA DE AÇÕES NO BRASIL**

Resumidamente, pode-se sistematizar a mecânica de um programa de aquisição de ações de sua própria emissão por uma companhia da seguinte maneira:

- 1) Companhia informa a BOVESPA sobre sua intenção de realizar um programa de recompra de ações;
- 2) Reunião do Conselho de Administração (RCA) e decisão sobre a realização de um programa de recompra de ações, com as seguintes definições:
  - Início do programa de recompra de ações;
  - Prazo no qual a companhia poderá recomprar suas ações (máximo de três meses);
  - Classes e quantidades de ações a serem recompradas (máximo de 10% das ações em circulação de cada classe);
  - Destino das ações a serem recompradas;
  - Sociedades financeiras intermediadoras do processo;
- 3) Divulgação para o mercado – Fato Relevante;
- 4) Início do programa de recompra de ações;
- 5) Aquisição factível, não obrigatória, pela companhia de ações de sua própria emissão na bolsa de valores, pelo preço de mercado e sem redução do capital social;
- 6) Término do prazo estipulado durante o qual a companhia podia recomprar suas ações;
- 7) Nova RCA que poderá deliberar, dentre outras coisas:

- Por uma prorrogação do prazo para recompra das ações (mais três meses);
- Por um novo programa de recompra de ações, subsequente ao primeiro;
- Sobre o destino das ações efetivamente recompradas.

Abaixo segue uma linha de tempo ilustrativa de uma típica recompra de ações no mercado brasileiro, com prazo de recompra prorrogado. Os prazos identificados foram os prazos mais comuns encontrados na pesquisa realizada, mas não são necessariamente estes.



**Figura 1:** Linha do tempo ilustrativa de uma típica recompra de ações no mercado brasileiro, com prorrogação de prazo.

## 2.4. LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

A base legal sobre a qual está disposta a possibilidade de uma companhia adquirir ações de sua própria emissão encontra-se na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 – lei que regulamenta o mercado de valores mobiliários e cria a CVM – capítulo V, artigo 22; e na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – a Lei das Sociedades Anônimas – artigo 30. A Lei nº 6.404/76 estende a todas as companhias a faculdade de adquirir ações de sua própria emissão, até então restritas às companhias com capital autorizado por disposição da Lei nº 4.728/65. O tratamento dado pela Lei das Sociedades Anônimas à hipótese de negociação pelas companhias com ações de sua própria emissão abrandou o princípio de restrição genérico, permitindo em caráter de exceção, entre outras operações, a aquisição para cancelamento ou manutenção em tesouraria, bem como a posterior alienação desses títulos.

Várias instruções foram baixadas posteriormente para melhor regular o mecanismo de recompra de ações, sendo a Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, a primeira e mais extensa a respeito do tema. A tabela abaixo apresenta as principais características legais do processo de recompra de ação estabelecidas pela Instrução CVM nº 10. Negócios que infrinjam as normas diretamente ligadas às operações de aquisição das próprias ações estarão sujeitos à pena de nulidade.

**TABELA 1 – TABELA COM PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA INSTRUÇÃO CVM Nº 10**

Possibilidades – Obrigações	Restrições – Proibições
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Recompra estendida a todas as companhias</li> <li>– Manutenção em tesouraria e posterior alienação ou cancelamento</li> <li>– Constitui fato relevante</li> <li>– Aprovação pelo Conselho de Administração (C.A.)</li> <li>– Atribuição de tais poderes ao C.A.</li> <li>– Registro junto à CVM não necessário</li> <li>– Realizadas em Bolsa de Valores (salvo se companhia só for negociada em balcão)</li> <li>– Prazo máximo de 3 meses, prorrogável</li> <li>– Sem obrigatoriedade de recomprar as ações anunciadas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Diminuição do Capital Social</li> <li>– Ações do acionista controlador</li> <li>– Recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis<sup>6</sup>, constantes no último balanço<sup>7</sup></li> <li>– Quando estiver em curso uma OPA</li> <li>– Preço de aquisição não poderá ser superior ao valor de mercado</li> <li>– Condições artificiais de demanda oferta ou preço<sup>8</sup> – fiscalizado pela CVM</li> <li>– Ações em tesouraria sem direitos patrimoniais (dividendos) ou políticos (voto)</li> <li>– Transações privadas</li> </ul>

O percentual máximo de ações que podem ser recompradas do mercado variou bastante desde a sua fixação em 5% de cada classe de ação pela Instrução CVM nº 10. Esse limite, entretanto, sempre referenciou-se no número de ações em circulação e não no total de ações emitidas pelas companhias; e também diz respeito às ações que podem ser mantidas em tesouraria, não podendo ser ultrapassado por meio de autorizações consecutivas de recompra de ações. A Instrução CVM nº 100, de 13 de junho de 1989, elevou esse limite para 10%, o qual foi novamente reduzido aos mesmos 5% iniciais após apenas alguns meses pela Instrução CVM nº 111, de janeiro de 1990. Elevou-se então o limite novamente para 10% por intermédio da Instrução CVM nº 268, de 13 de novembro de 1997, o qual se manteve inalterado até a data da realização deste trabalho.

A instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, dispôs sobre o cancelamento de registro, regulamentando o artigo 21 da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Esta instrução regulamentou todas as etapas necessárias para uma companhia cancelar seu registro de companhia aberta – fechamento de capital –, no entanto, não dispôs sobre medidas que pudessem dificultar o chamando “fechamento branco” de capital. Entende-se por “fechamento branco” de capital quando os acionistas majoritários de uma companhia venham a deter um percentual que limite a liquidez das ações em circulação, prejudicando desta forma os acionistas minoritários<sup>9</sup>. Este aumento do percentual dos acionistas controladores poderia ser obtido por intermédio de sucessivos programas de recompras de ações, os quais retirariam do mercado ações em circulação, ou seja, detidas por acionistas minoritários.

A Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, deliberou sobre assuntos ligados à alienação de controle acionário, negociação com as próprias ações e ofertas públicas para aquisição de ações, dificultando o “fechamento branco” de capital, os quais são exibidas na tabela abaixo.

**TABELA 2 – TABELA COM PRINCIPAIS DELIBERAÇÕES DA INSTRUÇÃO CVM Nº 299 QUE DIFICULTARAM O “FECHAMENTO BRANCO DE CAPITAL”**

<b>Alienação de controle acionário</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Declaração positiva ou negativa relativamente à intenção o cancelamento do registro de companhia aberta</li> <li>– Comunicar à CVM e às Bolsas de Valores sempre que a participação do acionista controlador, administradores ou membro do conselho fiscal for elevada em 5%</li> </ul>
<b>Negociação com as próprias ações</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Vedou aos controladores, administradores e membros do conselho fiscal qualquer negociação com ações da companhia quando estiver em curso aquisição ou alienação de ações pela mesma</li> <li>– O CA não pode deliberar a aquisição ou alienação de ações de própria emissão se houver qualquer acordo ou contrato visando a transferência de do controle acionário respectivo, ou ainda se houver a intenção de promover a fusão, cisão, transformação ou reorganização societária</li> </ul>
<b>OPA's</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– OPA obrigatória quando o adquirente for acionista controlador – ou proeminente comprador – cuja participação acionária na época do negócio, já tenha se elevado, efetiva ou potencialmente, em 10% das ações da mesma espécie e/ou classe daquelas que constituam o objeto da aquisição</li> <li>– Deve haver uma declaração do ofertante quanto à sua intenção de promover, ou não, o cancelamento do registro como companhia aberta mantido pela emissora</li> <li>– No caso de declaração negativa, não poderá ocorrer oferta pública visando o cancelamento do registro pelo período de dois anos da liquidação integral da oferta correspondente</li> </ul>

Para testar se a Instrução CVM nº 299 foi eficaz em dificultar o “fechamento branco” de capital das empresas listadas na BOVESPA, a segunda hipótese a ser testada é a seguinte:

**H2:** *O Cumulative Abnormal Return (CAR) das ações da sub-amostra posterior à aprovação da CVM nº 299 será superior ao CAR da sub-amostra anterior à aprovação da CVM nº 299.*

A terceira hipótese a ser testada pretende analisar como o mercado reagiu aos anúncios de recompras de ações por empresas que posteriormente vieram a cancelar o seu registro na BOVESPA e, desta forma, identificar se o mercado conseguiu separar as empresas que estavam utilizando-se da recompra de ações para transferência de caixa para os acionistas,



daquelas que utilizaram tal mecanismo para retirar liquidez do mercado acionário e, posteriormente, fechar seu capital acionário de forma mais barata, pois a quantidade e preço das ações restantes seriam menores:

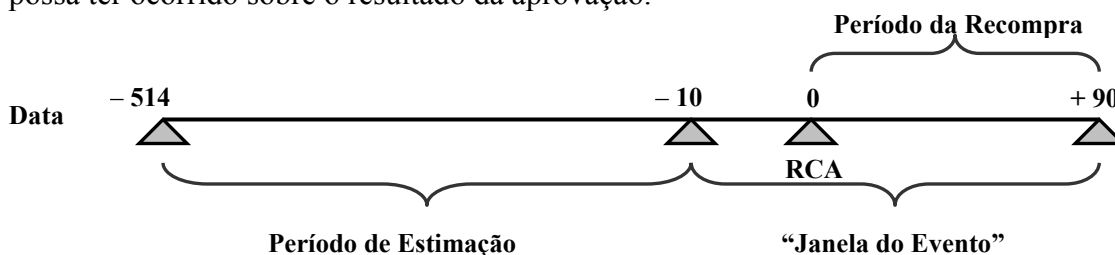
**H3:** *O CAR das ações da sub-amostra das empresas que realizaram recompras de ações e atualmente tem suas ações transacionadas na BOVESPA é superior ao CAR das ações das empresa cujas ações, atualmente, não mais são transacionadas na BOVESPA – tiveram seu registro cancelado na Bolsa de Valores.*

### 3. METODOLOGIA

A metodologia escolhida para medir o impacto de um anúncio de recompra de ações sobre o preço dessas ações foi a do estudo de evento. Essa escolha deve-se ao fato de se tratar de uma metodologia consagrada na literatura para se medir os efeitos dos anúncios de recompras de ações (DANN, 1981; VERMAELEN, 1981; e COMMENT e JARRELL, 1991) quando se tem interesse em estudar os efeitos a curto prazo desses anúncios no preço das ações. Devido à racionalidade e eficiência do mercado acionário, os efeitos de um evento – no caso o anúncio de uma oferta de recompra de ações – são imediatamente traduzidos nos preços das ações da companhia realizadora da oferta. Desta maneira, mede-se o impacto de um determinado evento em uma companhia pela variação anormal da cotação de suas ações.

#### 3.1. DEFINIÇÃO DO EVENTO

Considerou-se a data da aprovação na RCA de cada uma das empresas, na qual se aprovou a aquisição de ações de sua própria emissão como sendo a data do evento (dia zero) – o dia em que o evento a ser estudado aconteceu. Objetivando o estudo dos possíveis efeitos que o anúncio de recompra pode provocar na cotação das ações dessas companhias, faz-se necessária a definição de um período de tempo em torno da data do evento – a janela do evento, a qual procura abranger todos os dias de negociação das ações da empresa, cujos preços possam estar sendo afetados pelo evento em estudo. Devido ao fato da aquisição de ações de sua própria emissão necessitar da aprovação do RCA e estender-se, na quase totalidade dos casos, pelo prazo máximo de três meses estabelecido em lei, a janela do evento foi definida entre  $-10$  e  $+65^{10}$ , sendo computados apenas os dias em que houve negociação na BOVESPA (vide figura abaixo). Foram contados dez dias anteriores à data do evento com a finalidade de capturar alguma movimentação de preços referente ao fato de o mercado já precificar a possibilidade de aprovação da aquisição de ações de emissão da própria empresa, cuja aprovação seria votada durante a RCA; ou ainda algum vazamento de informação que possa ter ocorrido sobre o resultado da aprovação.



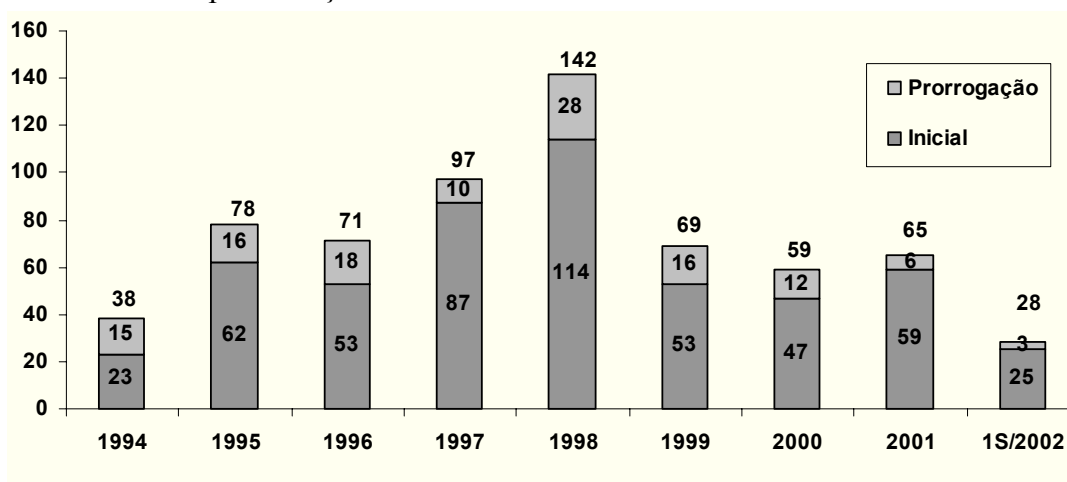
**Figura 2:** Definição da Janela do Evento

O período de estimação utilizado foi definido entre as datas  $-514$  e  $-11$ , sendo assim bastante longo – dois anos ou 504 dias, em que houve negociação – com a finalidade de se desconsiderar outros fatores que pudessem influenciar o preço da ação durante curtos espaços de tempo. Outra razão para a escolha deste período longo de estimação foi o fato de uma mesma empresa poder prorrogar ou realizar um programa de aquisição de suas próprias ações

subseqüentemente ao encerramento do programa anterior. Por esta razão, se o período de estimação de parâmetros fosse muito curto, este encontrar-se-ia extremamente influenciado por programas anteriores, fato este indesejado.

### 3.2. AMOSTRA

A amostra inicial incluiu todos os anúncios de aquisição de ações de sua própria emissão feitos por empresas listadas na BOVESPA entre 1º de janeiro de 1994 e 30 de junho de 2002. Segundo dados fornecidos pela BOVESPA – em via eletrônica e pesquisa pessoal do autor aos Boletins Diários de Informação (BDI's) – foram realizados, ao longo desse período, 647 anúncios de recompras de ações por 120 empresas distintas. Destes 647 anúncios de recompra de ações, 523 anúncios (80,83% do total) foram anúncios iniciais, sendo os restantes anúncios de prorrogação do prazo. O gráfico abaixo mostra a evolução do número de anúncios de recompras de ações no mercado brasileiro.



Fonte: BOVESPA

**Figura 3:** Evolução do número de anúncios de recompra de ações na BOVESPA

Ao realizar um anúncio de aquisição de ações de sua própria emissão as empresas podem, e o fizeram para maioria dos casos durante o período analisado, anunciar a aquisição de mais de uma espécie e/ou classe de ações. Para a amostra analisada em 279 casos (43,12% do total) foi anunciada a recompra de apenas uma classe de ações; em 295 casos (45,60%) a recompra de duas classes; em 56 casos (8,66%) a recompra de três classes de ações; e em 17 casos (2,63%) a recompra de 7 classes distintas de ações da mesma empresa – Real Consórcio em todos os 17 casos. Para fins de estudo empírico, o anúncio de recompra de cada classe de ação foi considerado como sendo um evento distinto e independente. Desta forma, os 647 anúncio feitos por empresas durante o período analisado transformaram-se em 1156 eventos distintos.

Deste total de 1156 eventos, 433 (37,5% do total) tiveram que ser descartados por não ser possível encontrar dados do preço de suas ações – durante o período da janela do evento e/ou do período de estimação – no banco de dados da *Economática*, o qual foi utilizado para se obter as cotações médias das ações utilizadas durante este estudo. Sobraram assim 723 eventos (62,5% do total) para serem estudados. Destes 723 eventos, 201 foram descartados por não apresentarem valores de  $\beta$  significativamente positivos e diferentes de zero para um nível de significância de 10% para serem utilizados nos cálculos, que serão descritos na próxima sub-seção, dos retornos anormais da ação durante a janela do evento.

### 3.3. TESTES REALIZADOS

Optamos por um modelo estatístico, o modelo de mercado de fator único, para calcular os retornos esperados das ações. Fazendo uma regressão linear entre os retornos diários de uma determinada ação e a variação diária do índice IBOVESPA, obtemos os coeficientes  $\alpha$  e  $\beta$ , de acordo com a equação (1):

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} \quad (1)$$

$E(R_{it})$  : retorno esperado da ação i na data t

$R_{Mt}$  : retorno do índice IBOVESPA na data t

Foram consideradas as cotações médias das ações no cálculo dos retornos diários, por acreditar que reflitam melhor o verdadeiro desempenho do ativo, além do fato de serem as cotações médias as utilizadas por todos os fundos de investimento em ações do mercado brasileiro como parâmetros para apuração de seus desempenhos diários. Todas as cotações das ações analisadas, assim como as variações diárias do índice IBOVESPA – utilizado como índice de mercado –, foram coletadas no banco de dados eletrônico *Econômica*<sup>11</sup>. Tanto as datas, quanto as demais características dos anúncios de aquisição de ações próprias – quantidade autorizada de ações a serem recompradas, quantidade total de ações em circulação, prazo de duração, motivos para a recompra, destino das ações a serem recompradas e corretoras envolvidas no processo – foram coletadas junto à BOVESPA (Centro de Informações e Boletim Diário de Informação – BDI).

A fim de assegurar a ausência de auto-correlação dos resíduos, realizou-se os testes propostos por NEWBOLD (1995) para cada evento, efetuando-se as devidas correções quando necessárias.

Após a utilização do modelo de mercado de fator único para encontrar o retorno esperado, calculamos o retorno anormal (*Abnormal Return – AR*) para cada ação:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

Calculamos os retornos anormais acumulados (*CAR*) para cada ação até a data T:

$$CAR_{iT} = \sum_{t=1}^T AR_{it} \quad (3)$$

Calculamos, em seguida, o desvio-padrão amostral para cada sub-amostra, a partir da matriz de resíduos das regressões, da seguinte forma: calculamos as médias *cross-section* dos resíduos para cada dia (de -414 a -11); o desvio-padrão amostral da série temporal de resíduos médios das regressões multiplicado pela raiz quadrada do número de dias incluído no cálculo do CAR resulta no desvio-padrão do CAR de cada sub-amostra.

$$s(CAR_T) = s_R \cdot \sqrt{(T+11)} \quad (4)$$

$s(CAR_T)$  : desvio-padrão do  $CAR_T$

$s_R$  : desvio-padrão da série temporal de resíduos médios das regressões

Observa-se que, na fórmula anterior, utilizamos o termo (T+11). Isto deve-se ao fato de calcularmos os retornos anormais acumulados a partir da data -10, incluindo a data zero. Por exemplo: no cálculo do  $CAR_{65}$ , incluímos os dias de -10 a +65, ou seja, 76 dias.

De posse dos retornos anormais acumulados para cada sub-amostra e de seus respectivos desvios-padrão, verificamos se as diferenças entre os  $CAR$ 's das sub-amostras são significativamente diferentes de zero. Realizamos este procedimento para as datas -10 a +65. Para testar se a diferença entre os retornos anormais acumulados das sub-amostras é significativamente positiva, utilizamos a seguinte fórmula:

$$t = \frac{CAR_A - CAR_B}{\sqrt{\frac{(\sigma_A)^2}{n_A} + \frac{(\sigma_B)^2}{n_B}}} \quad (5)$$

A tabela abaixo (Tabela 4) faz um sumário de todas as hipóteses que se pretende testar, assim como o resultado esperado para cada uma das hipóteses a serem testadas.

**TABELA 4 – HIPÓTESES E RESULTADOS ESPERADOS**

As hipóteses serão testadas por meio da estatística *t-student* para verificar se o CAR das amostras é significativamente diferente de zero; e para saber se o CAR de uma subdivisão da amostra é significativamente maior do que outras subdivisões.

HIPÓTESE	RESULTADOS ESPERADOS
<b>H1:</b> IMPACTO DO ANÚNCIO DE RECOMPRA	O efeito esperado para os primeiros dias após o anúncio do programa de recompra de ações é positivo em virtude da sinalização desse. Ao longo do período de recompra, entretanto, o resultado esperado é indefinido devido a problemas com a liquidez das ações.
<b>H2:</b> IMPACTO DA INSTRUÇÃO CVM Nº 299 – <i>ANTES DA CVM Nº 299</i> – <i>DEPOIS DA CVM Nº 299</i>	Espera-se que um efeito positivo da Instrução CVM nº 299 na inibição do “fechamento branco” de capital, portanto os retornos anormais acumulados devem ser maiores depois da CVM nº 299 do que antes da CVM nº 299.
<b>H3:</b> CANCELAMENTO DE REGISTRO – <i>EMPRESAS ATUALMENTE COM REGISTRO ABERTO NA BOVESPA</i> – <i>EMPRESAS ATUALMENTE COM REGISTRO CANCELADO NA BOVESPA</i>	Espera-se que as empresas, cujo registro na BOVESPA encontre-se atualmente cancelado, tenham utilizado-se da recompra de ações como uma forma de “fechamento branco” de capital, para depois fechar o capital efetivamente. Desta forma espera-se que as empresas que tenham o registro atualmente aberto tenham um retorno anormal acumulado superior às empresas com o registro atualmente cancelado.

#### 4. RESULTADOS

Primeiramente será apresentada uma tabela com os resultados referentes à média dos retornos anormais (AR) e à média dos retornos anormais acumulados (CAR) para toda a amostra final estudada.

**TABELA 5 – RESULTADOS DOS CAR’S E AR’S PARA TODA A AMOSTRA FINAL ANALISADA**

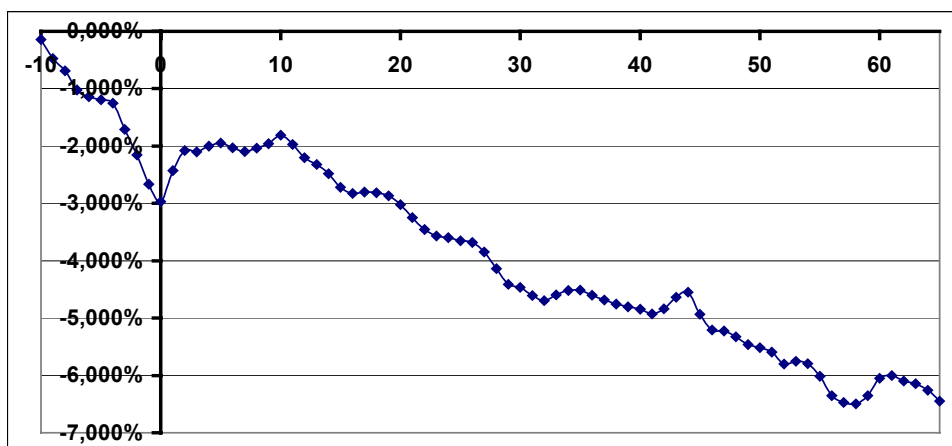
	CAR	t-stat	AR	t-stat		CAR	t-stat	AR	t-stat
-10	-0,142%	(0,91)	-0,142%	(0,91)	10	-1,813%	(2,54)**	0,147%	0,94
-5	-1,196%	(3,14)***	-0,056%	(0,36)	15	-2,720%	(3,43)***	-0,238%	(1,53)
-2	-2,154%	(4,61)***	-0,446%	(2,86)***	20	-3,020%	(3,48)***	-0,150%	(0,97)
-1	-2,663%	(5,41)***	-0,509%	(3,27)***	25	-3,650%	(3,91)***	-0,050%	(0,32)
0	-2,971%	(5,75)***	-0,307%	(1,97)**	35	-4,512%	(4,27)***	0,006%	0,04
1	-2,430%	(4,51)***	0,541%	3,47 ***	45	-4,934%	(4,24)***	-0,389%	(2,50)**
2	-2,075%	(3,70)***	0,355%	2,28 ***	55	-6,016%	(4,76)***	-0,224%	(1,44)
5	-1,947%	(3,13)***	0,057%	0,37	65	-6,450%	(4,75)***	-0,194%	(1,25)

\* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%

O resultado obtido com a amostra total revela um forte efeito de sinalização nos dois primeiros dias após o anúncio da recompra de ação, somando um total de 0,896% de retorno anormal. Deste total, o primeiro dia apresentou um retorno anormal de 0,541% enquanto que o segundo dia apresentou um retorno anormal de 0,355%; ambos significativamente maiores do que zero – estatísticas *t-student* de 3,473 e 2,280 respectivamente. Após esses dois dias iniciais posteriores ao anúncio do programa de recompra de ação, o preço da mesma manteve-se num patamar bastante estável até o décimo dia pós-anúncio, para depois começar a cair de maneira razoavelmente constante até o final do prazo da recompra, totalizando uma queda de 4,5% entre o 10º e o 65º dia. Tal comportamento de queda dos preços após o 10º dia também foi encontrado por LASFER (2002) para a Europa Continental, embora em menor escala. Esse resultado poderia ser explicado por uma penalização do mercado às empresas que se utilizam de programas de recompras de ações, por estes terem desvantagens fiscais em relação ao

pagamento de dividendos, o que faria os investidores preferirem a distribuição de caixa via pagamento de dividendos. Isso também pode ser visto no caso brasileiro como sendo uma penalização do mercado contra empresas que utilizavam a recompra de ações não para repassar fundos para os acionistas, mas sim para tirar liquidez da ação – “fechamento branco” de capital – e prejudicar os acionistas. Segue um gráfico ilustrativo dos CAR's.

#### H1: IMPACTO DO ANÚNCIO DE RECOMPRA



As segunda e terceira hipóteses visam justamente testar esse comportamento do mercado. Em ambos os testes o resultado obtido corroborou de forma muito significativa para mostrar que antes da aprovação da Instrução CVM nº 299 o mercado penalizava as empresas que recompravam suas ações e posteriormente à aprovação da mesma passou a avaliar positivamente as empresas que anunciaram programas de recompras de ações. A tabela abaixo apresenta os valores dos CAR's e dos AR's para as sub-amostras antes e depois da Instrução CVM nº 299 e com a significância estatística da diferença entre as duas sub-amostras.

**TABELA 5 – RESULTADOS DA HIPÓTESE 2: INFLUÊNCIA DA INSTRUÇÃO CVM Nº 299**

	Antes da CVM 299				Depois da CVM 299				Depois da CVM – Antes da CVM t-stat
	CAR	t-stat	AR	t-stat	CAR	t-stat	AR	t-stat	
-10	-0,16%	(0,79)	-0,16%	(0,79)	-0,11%	(0,46)	-0,11%	(0,46)	0,11
-5	-1,92%	(3,91)***	-0,19%	(0,95)	-0,01%	(0,02)	0,16%	0,68	1,82*
-1	-4,02%	(6,34)***	-0,69%	(3,45)***	-0,44%	(0,58)	-0,21%	(0,87)	2,64 ***
0	-4,38%	(6,59)***	-0,36%	(1,80)*	-0,66%	(0,82)	-0,22%	(0,91)	2,61 ***
1	-4,35%	(6,26)***	0,03%	0,14	0,72%	0,86	1,38%	5,69 ***	3,41 ***
2	-4,09%	(5,66)***	0,26%	1,29	1,23%	1,41	0,51%	2,11 **	3,44 ***
5	-4,15%	(5,17)***	0,03%	0,13	1,65%	1,70 *	0,11%	0,44	3,38 ***
10	-4,31%	(4,68)***	0,06%	0,32	2,27%	2,04 **	0,28%	1,16	3,34 ***
15	-5,70%	(5,57)***	-0,39%	(1,96)*	2,16%	1,75 *	0,02%	0,07	3,59 ***
25	-7,48%	(6,21)***	-0,19%	(0,95)	2,62%	1,80 *	0,18%	0,75	3,92 ***
45	-9,79%	(6,52)***	-0,27%	(1,37)	3,01%	1,66 *	-0,58%	(2,38)**	3,99 ***
65	-13,01%	(7,44)***	-0,24%	(1,22)	4,29%	2,03 **	-0,11%	(0,46)	4,63 ***

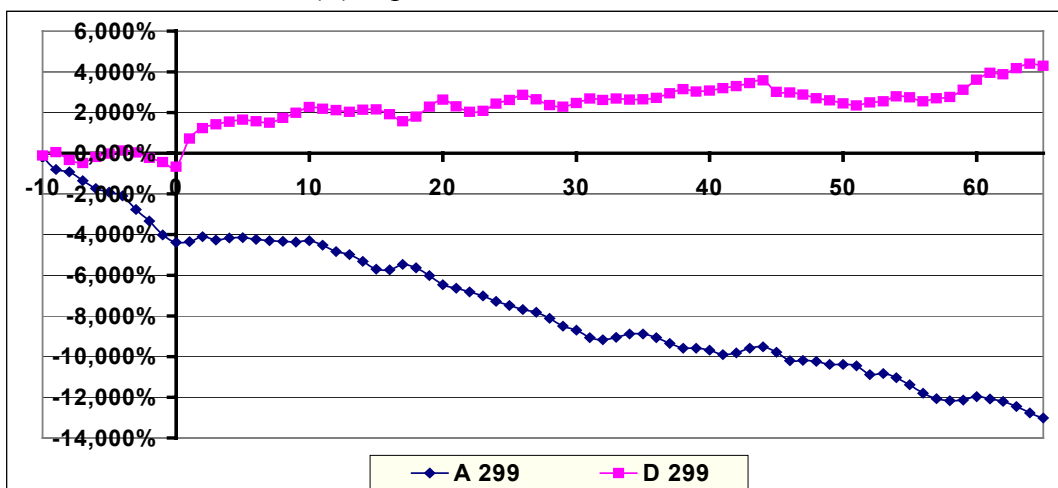
\* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%

É interessante observar que antes da Instrução CVM nº 299 até mesmo nos dois primeiros dias após o anúncio da recompra de ações não é possível visualizar um aumento anormal significativo do preço das ações analisadas e, além disso, no retorno total acumulado durante o período de recompra as ações perderam, em média, quase 10% do seu valor após o anúncio, sendo esta queda muito significativa estatisticamente. Após a aprovação da Instrução CVM nº 299, entretanto, a situação inverteu-se completamente, sendo possível visualizar um aumento anormal altamente positivo nos dois primeiros dias posteriores ao anúncio da recompra – estatística *t-student* de 5,693 e 2,109 respectivamente – ao passo que no

acumulado até o final do período de recompra pode-se observar um retorno anormal acumulado positivo de mais de 4% – estatística *t-student* de 2,03. A diferença entre as duas sub-amostras é também muito significativa estatisticamente – ao nível de 1% para todos os dias após o anúncio da recompra. Isso demonstra que a Instrução CVM nº 299 separa a amostra inicial em duas sub-amostras bastante diferentes entre si. Em seguida mostra-se um gráfico ilustrativo dessa situação.

## H2: IMPACTO DA INSTRUÇÃO CVM299

(A) antes da CVM 299      (B) depois da CVM 299



O perfil dos retornos apresentados após a aprovação da instrução CVM nº 299 é bastante parecido com o encontrado por COMMENT e JARRELL (1991), com uma forte alta nos dois primeiros dias após o anúncio e uma elevação mais gradual dos preços pelo resto do período da recompra. No estudo de COMMENT e JARRELL (1991) existe uma forte queda nos dias anteriores ao anúncio da recompra, o que não pode ser muito identificado nos resultados encontrados, pois a janela do evento antes do anúncio é bastante reduzida no nosso caso, exatamente para que os efeitos de uma baixa performance da companhia no período anterior ao anúncio – já reportado anteriormente como um dos motivadores do processo de recompra de ações – não influenciassem os resultados obtidos.

**TABELA 6 – RESULTADOS DA HIPÓTESE 3: CANCELAMENTO DE REGISTRO NA BOVESPA CAR**

	<i>A Reg Canc</i>		<b>D Reg Canc</b>		<b>A Reg Ab</b>		<b>D Reg Ab</b>		<b>A Reg Ab –</b>	<b>D Reg Ab –</b>
	N=58	t-stat	n=0	t-stat	N=266	t-stat	n=198	t-stat	A Reg Canc	A Reg Ab
-10	0,05%	0,09			-0,20% (1,03)		-0,11% (0,46)		(0,25)	0,21
-5	-2,29%	(1,79)*			-1,84% (3,79)***		-0,01% (0,02)		0,19	1,68 *
0	-5,91%	(3,42)***			-4,05% (6,15)***		-0,66% (0,82)		0,57	2,30 **
5	-5,02%	(2,41)**			-3,95% (4,98)***		1,65% 1,70 *		0,27	3,16 ***
10	-5,58%	(2,34)**			-4,03% (4,43)***		2,27% 2,04 **		0,34	3,10 ***
15	-6,33%	(2,38)**			-5,56% (5,50)***		2,16% 1,75 *		0,15	3,41 ***
25	-11,92%	(3,82)***			-6,51% (5,47)***		2,62% 1,80 *		0,91	3,43 ***
45	-18,28%	(4,69)***			-7,94% (5,35)***		3,01% 1,66 *		1,40	3,30 ***
65	-23,79%	(5,24)***			-10,67% (6,16)***		4,29% 2,03 **		1,53	3,87 ***

\* significativo a 10%; \*\* significativo a 5%; \*\*\* significativo a 1%

O resultado da terceira hipótese formulada também foi de acordo com o que se esperava, mostrando que, antes da CVM nº 299, o mercado penalizou, após os anúncios de recompras de ações, as empresas que vieram a fechar seu capital posteriormente – até 30 de junho de 2002. Isso pode indicar que tais empresas não estavam interessadas em distribuir

caixa para seus acionistas, mas sim em retirar liquidez do mercado – até talvez um “fechamento branco” de capital das mesmas – de suas ações, diminuindo seu preço e facilitando um futuro fechamento de capital. É importante notar que não há um único anúncio de aquisição de ações de sua própria emissão por companhias que posteriormente viessem a cancelar seu registro junto à BOVESPA após a instrução CVM nº 299. Desta forma, os resultados obtidos das segunda e terceira hipóteses formuladas nos indicam que a Instrução CVM nº 299 agiu a favor de seus objetivos de dificultar o “fechamento branco” de capital e proteger os acionistas minoritários. SAITO (2001) também encontrou resultados positivos desta instrução da CVM na proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

Vale ressaltar ainda que por causa da não normalidade das amostras estudadas foram realizados testes não paramétricos – testes de *Wilcoxon* – para todas as hipóteses testadas, com o intuito de verificar a consistência dos testes *t-student* realizados. Todos os resultados encontrados foram compatíveis com os resultados dos testes paramétricos já apresentados, reforçando ainda mais a consistência da análise dos mesmos.

## 5. CONCLUSÕES

A análise empírica a influência positiva da introdução da Instrução CVM nº 299 nos resultados das recompras de ações no mercado brasileiro. Antes da aplicação desta instrução, as recompras apresentavam retornos anormais acumulados significativamente negativos – em média -10% durante os três meses do período autorizado para a recompra das ações. Após a promulgação da Instrução CVM nº 299 e as ações passam a obter retornos anormais acumulados positivos. Ou seja, há evidência de que a Instrução CVM nº 299 proporcionou benefícios aos acionistas minoritários e à inibição do “fechamento branco” de capital por companhias negociadas na BOVESPA. Nota-se que após a Instrução CVM nº 299, nenhuma companhia que veio a cancelar seu registro junto à BOVESPA utilizou-se da mecânica de recompra de ações, fato que ocorria anteriormente.

Os resultados encontrados também são compatíveis com a teoria da sinalização no que se refere aos retornos anormais significativamente positivos logo nos primeiros dois dias após o anúncio da recompra de ações.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BARCLAY, M.; SMITH, C. Corporate Payout Policy: Cash Dividends Versus Open Market Repurchases. **Journal of Financial Economics** 22, 1988.
- BROCKMAN, P.; CHUNG, D. Managerial Timing and Corporate Liability: evidence from actual Share Repurchases. **Journal of Financial Economics** 61, 2001.
- COMMENT, R.; JARRELL, G. A. The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases. **Journal of Finance** 46, 1991. p.1243-1271.
- COOK, D. et al. Corporate Repurchase Programs: Execution Strategy and the Competing-Market-Maker Effect. **Working Paper, University of Colorado (USA)**, 1996.
- DANN, L. Y. Common Stock Repurchases – An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders. **Journal of Financial Economics** 9, 1981. p.113-138.
- GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Financial Markets and Corporate Strategy**. 2.ed. New York: McGraw-Hill, 2002. 880 p.
- GRULLON, G.; MICHAELY, R. Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. **Journal of Finance** 57, 2002.
- GUAY, W.; HARFORD, J. The Cash Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases. **Journal of Financial Economics** 57, 2000.
- IKENBERRY, D. et al. Market Underreaction to Open Market Share Repurchases. **Journal of Financial Economics** 39, 1995. p.181-208.

- IKENBERRY, D. et al. Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading. **Journal of Finance** **55**, 2000. p.2373-2397.
- JAGANNATHAN, M. et al. Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases. **Journal of Financial Economics** **57**, 2000. p.355-384.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, 1976.
- KIM, J.; SCHREMPER, R. Cross-Country Examination of Open Market Repurchase Regulations: Do they create a conflict of Interest in the U.S.?. **Working Paper, University of Oregon (USA)**, 2002.
- LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers. **The Journal of Finance** **45**, June 1990. p.455-477.
- LA PORTA, R. et al. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. **Journal of Finance** **55**, 2000.p.1-33.
- LASFER, M. A. The Market Valuation of Share Repurchases in Europe. **Working Paper, City University Business School (UK)**, 2002.0
- LI, K.; McNALLY, W. Information Signaling or Agency Conflicts: What Explain Canadian Open Market Share Repurchases? **Working Paper of the University of British Columbia and the University of Victoria**, February, 1999.
- LIE, E.; LIE, H. J. The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends. **Journal of Finance and Quantitative Analysis** **34**, December 1999. p.533-552.
- MILLER, J.; McCONNELL, J. Open-Market Share Repurchase Programs and Bid-Ask Spreads on the NYSE: Implications for Corporate Payout Policy. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** **30**, 1995.
- PROCIANOY, J. L.; MOREIRA, L. F. Open Market Stock Repurchases at BOVESPA, **BALAS**, 2000.
- SAITO, Richard. Determinants of the Differential Pricing between Voting and Non-Voting Shares in Brazil. **Brazilian Review of Econometrics**, v.23, n°1 May 2003.
- SAITO, R. Share Repurchase Mechanisms and Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from Brazil. **Anais da ANPAD**, 2001.
- STEPHENS, C. P.; WEISBACH, M. S. Actual Share Reacquisition in Open Market Repurchase Programs. **The Journal of Finance** **53**, 1998. p.313-334.
- VERMAELEN, T. Common Stock Repurchases and Market Signaling. **Journal of Financial Economics** **9**, 1981. p.139-183.
- VERMAELEN, T. Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** **19**, June 1984. p.163-181.
- WEISBENNER, Scott J. Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play? **Working Paper of the National Reserve Board (USA)**, April 2000.

<sup>1</sup> *Stock repurchase* ou *share repurchase* em inglês.

<sup>2</sup> Em língua inglesa: *open market share repurchase* ou *open market stock repurchase*.

<sup>3</sup> Na língua inglesa mecanismo semelhante é denominado *fixed-price tender offer*.

<sup>4</sup> Este estudo excluiu da amostra as recompras de ações anunciadas logo após o *crash* de 1987.

<sup>5</sup> Para a maioria dos mercados mundiais, mas não para o mercado brasileiro onde existe uma desvantagem fiscal.

<sup>6</sup> Consideram-se disponíveis todas as reservas de lucros ou de capital com exceção das seguintes reservas: legal – que tem por finalidade assegurar a integridade do capital social e somente poderá ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar o capital –; de lucros a realizar; de reavaliação; de correção monetária do capital realizado; e especial de dividendo obrigatório não distribuído.

<sup>7</sup> A companhia deverá alienar as ações que excederem o saldo de lucros e reservas disponíveis em três meses, a contar da aprovação do balanço em que se apurar o excesso, findo os quais as ações excedentes serão canceladas.

<sup>8</sup> Condições artificiais de demanda, de oferta ou de preço das ações estão definidas na Instrução CVM nº 8.

<sup>9</sup> *Ceteris paribus* um ativo tem seu preço reduzido com uma diminuição de sua liquidez.



---

<sup>10</sup> Os 65 dias em que houve negócios na BOVESPA corresponderiam aproximadamente aos três meses de prazo para um empresa recomprar suas ações.

<sup>11</sup> As cotações obtidas da *Economática* já são ajustadas para *splits*, bonificações e distribuição de dividendos.