

OF. DIR – 003/2017

São Paulo, 6 de janeiro de 2017.

Ilma. Sra.

Flávia Mouta

Diretoria de Regulação de Emissores – DRE

BM&FBOVESPA

Ref.: Edital de audiência pública – Evolução dos Segmentos Especiais de Listagem – Novo Mercado e Nível 2 (“Edital”)

Prezada Senhora,

Servimo-nos do presente ofício para apresentar nossas sugestões à segunda fase da audiência pública de aperfeiçoamentos aos regulamentos do Novo Mercado e Nível 2. Nosso intuito genuíno é ampliar a atratividade dos segmentos especiais, consolidando a expectativa de evolução desejada pelos agentes, investidores e intermediários, representados pela ANBIMA.

Na presente missiva, reiteramos vários pleitos enviados por meio do ofício DIR - 086, durante a primeira fase da audiência pública. Aproveitamos para incluir algumas novas sugestões a partir de discussões do texto resultante da primeira fase da audiência pública.

CAPÍTULO I: REQUISITOS DE INGRESSO E PERMANÊNCIA NO NOVO MERCADO

1. Seção IV: ações em circulação

A seção IV apresenta o conceito de ações em circulação, bem como os critérios obrigatórios para ingresso de companhias ao segmento do Novo Mercado. O inciso II do artigo 11 apresenta critério alternativo para fins de cálculo da manutenção das ações em circulação (free float), considerando 15% do capital social. Esse percentual, outrora de 20%, foi reduzido na segunda fase para 15%, desde que cumprido parâmetro mínimo de ADTV (volume diário médio de negociação). Tal parâmetro de ADTV foi descrito como igual ou superior a R\$ 25 milhões, ou alternativamente desconsiderado em ofertas superiores a R\$ 3 bilhões, alinhado com as práticas internacionais.



O artigo 92 esclarece que a métrica utilizada para determinar o ADTV de R\$ 25 milhões leva em consideração o volume médio diário de negociação do último quartil das ações integrantes do Índice Ibovespa, considerando as últimas 5 (cinco) carteiras teóricas. Isto posto, sugerimos esclarecer em norma que o valor de R\$ 25 milhões será móvel, conforme divulgado nas reuniões presenciais, e variará como função das métricas determinadas dependendo da base de cálculo, e não de um valor mínimo fixado. Desta forma, deverá tal entendimento estar refletido no referido artigo, e evidenciado no inciso II do artigo 11, tendo-se em vista que a redação atual dispõe R\$ 25 milhões como valor mínimo.

“Art. 92 O volume médio diário de negociação de ações em moeda corrente estabelecido para fins de atendimento do requisito de manutenção de percentual mínimo de ações em circulação deverá ~~poderá~~ ser ajustado pela BM&FBOVESPA, pela média do volume médio diário de negociação em moeda corrente do último quartil dos valores mobiliários integrantes do Índice Ibovespa, considerando as últimas 5 (cinco) carteiras teóricas desse índice ou de qualquer outro índice criado para substituí-lo.”

Ademais, sendo que tal cálculo necessitará de atualizações, por ser um valor móvel, como descrito no próprio Regulamento, preconizamos que sejam incluídos no parágrafo único os eventos que provocariam tal atualização, de modo a evidenciar as métricas a serem seguidas.

“Parágrafo único. A BM&FBOVESPA ~~poderá~~ deverá atualizar o valor mínimo em moeda corrente das ações em circulação da oferta pública de distribuição de ações realizada no ingresso no Novo Mercado para fins do disposto no ~~§1º~~ parágrafo único do artigo 11 de modo a mantê-lo compatível com o volume médio diário de negociação de ações atualizado nos termos do caput.”

Adicionalmente, solicitamos mais uma vez a correção da referência do parágrafo único do artigo 92 mencionado, que faz menção a um § 1º do artigo 11 inexistente na minuta do Regulamento.

2. Seção XI: aquisição de participação relevante

Essa seção traz regras sobre a aquisição de participação relevante. Os estatutos sociais das companhias deverão prever um percentual compreendido entre 20% (vinte por cento) e 30% (trinta por cento) de seu capital social que, quando atingido, disparará a obrigação de realização de OPA pelo adquirente. A flexibilização do percentual proposta foi bem-vinda, entretanto entendemos temerária a exclusão de parâmetros de preço para realização dessa OPA.



Entendemos que estabelecer parâmetros para determinar o valor praticado na OPA é fundamental para transparência e segurança dos investidores, principalmente os minoritários. Desta forma, ficam claras ex-ante todas as obrigações do adquirente na aquisição de participação relevante de forma direta ou indireta. A proposta elaborada nesta segunda fase da audiência pública não estabelece esses critérios. Entendemos a justificativa discutida quanto aos riscos de volatilidade dos preços em períodos longos como os 12 meses propostos na primeira fase. Entretanto sugerimos, alternativamente, o retorno da regra publicada no edital anterior, porém com a redução do prazo de 12 (doze) para 6 (seis) meses. Vale mencionar que esse critério de prazo já é praticado em outras jurisdições.

“Art. 44 A companhia deve prever, em seu estatuto social, que a aquisição ou o atingimento de participação societária superior a determinado percentual de seu capital social obriga o adquirente a efetivar OPA nos termos previstos na legislação e regulamentação sobre aquisição de controle mediante oferta pública.

§ 1º O preço a ser praticado na OPA deve corresponder, no mínimo, ao maior preço pago pelo ~~Para os fins desta seção, entende-se por adquirente nos 12 6 (doze seis) meses o acionista ou grupo de acionistas~~ anteriores ao atingimento do ~~atingir a participação societária mencionada~~ percentual referido no caput.”

Ainda no artigo 44 são previstas exceções no § 4º para casos em que não há a obrigatoriedade de realização de OPA, porém entendemos que existem outras duas situações em operações de OPAs que são passíveis de exceção: as ofertas públicas iniciais (IPOs) e as ofertas públicas subsequentes (follow-on), que também podem resultar em aquisição de controle, além da aquisição via aumento de capital.

“§ 4º A obrigação prevista no caput não se aplica:

- I - quando houver outro acionista ou grupo de acionistas que atuem em conjunto titular de percentual superior ao previsto no estatuto social da companhia;
- II - caso a aquisição ou o atingimento de participação societária decorra:
 - a) de realização de OPA que tenha tido por objeto todas as ações de emissão da companhia;
 - b) de aquisição via aumento de capital ou de operação de fusão, incorporação ou incorporação de ações envolvendo a companhia;
 - c) no caso de atingimento involuntário da participação relevante;
 - d) no caso de subscrição de ações realizada em oferta primária, em razão de o montante não ter sido integralmente subscrito por quem tinha o direito de preferência ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva distribuição; ~~ou~~



e) no caso de alienação de controle, em que deverão ser observadas as regras constantes da Seção X deste regulamento; [ou](#)

[f\) de operações de oferta pública \(IPO ou follow-on\).”](#)

Na segunda fase, foram incluídas outras dispensas da realização da OPA por aquisição relevante, representadas nas alíneas de “c” a “e”. Com relação especificamente à alínea “d”, que traz a possibilidade de não realização de OPA no caso de subscrição de ações realizada em oferta primária, não ficou claro se essas ofertas se referem à distribuição pública ou privada. Entendemos ser importante esclarecer ao mercado a qual tipo de distribuição este item se refere.

Ademais, é importante prever a extensão das regras na aquisição voluntária de participação societária quando houver o atingimento de determinado percentual de seu capital social, identificando situações de formação de bloco de controle e nos casos em que o acionista controlador aliene parcela ou a totalidade de sua participação.

Essas situações podem resultar na formação de um novo bloco de controle com impacto direto nos demais investidores. Acreditamos que, de forma análoga, os acionistas minoritários, caso tenham interesse, possam participar do prêmio oferecido aos controladores, na razão das suas participações, quando o controlador alienar uma parte ou a totalidade de sua participação que exceda o mínimo necessário para garantir o controle da companhia.

Sendo assim, sugerimos a inclusão dos seguintes parágrafos:

[“§ 4º – Caso a companhia possua algum acionista ou grupo de acionistas que seja titular de participação que configure bloco de controle e efetue a aquisição direta ou indireta de participação societária superior ao percentual de participação relevante definido no estatuto social, deve-se estender aos acionistas minoritários as mesmas condições com base no preço pago ao controlador.](#)

[§ 5º – Caso o acionista controlador, ou o grupo de acionistas que configurem um bloco de controle, decida alienar parte ou a totalidade de sua participação detida, de forma direta ou indireta, que exceda o mínimo para garantir o controle da companhia, deve-se estender aos acionistas minoritários, de forma pro rata à sua participação, o direito de alienar suas ações, nas mesmas condições garantidas ao bloco de controle.”](#)



CAPÍTULO II: SAÍDA DO NOVO MERCADO

3. Seção II: saída voluntária

A seção referente à saída voluntária descreve no seu artigo 49 as características a serem observadas na OPA para análise e deferimento da BM&FBOVESPA. Entre esses requisitos, o inciso I prevê que a OPA deverá contemplar pagamento à vista e em moeda corrente, sem prejuízo da inclusão de alternativas a critério dos destinatários. Entendemos que o intuito da exigência é a proteção ao investidor.

No entanto, é importante frisar que a possibilidade de pagamento por meio de outros ativos financeiros já existe na Instrução CVM 361 e que, em escala mais elevada, pode ser realizada quando do cancelamento do registro de uma companhia aberta. Entretanto, reforçamos que a decisão para que o pagamento seja realizado, por exemplo, por permuta de valores mobiliários ou por pagamento à vista seja deliberado em assembleia, propiciando ao investidor o poder da escolha no que lhe for conveniente.

“Art. 49 A saída voluntária do Novo Mercado somente será deferida pela BM&FBOVESPA, caso seja precedida de OPA que observe as regras previstas na regulamentação sobre ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, exceto quanto aos itens que se seguem:

(...)

I – pagamento à vista e em moeda corrente, sem prejuízo da inclusão de outras alternativas a critério dos destinatários [a serem deliberadas em assembleia](#); e”

No inciso II do artigo 49, a minuta descreve, entre outros requisitos, a necessidade de aceitação ou concordância de acionistas titulares de no mínimo 40% (quarenta por cento) das ações em circulação.

A redução do quórum de 50% (cinquenta por cento) para 40% (quarenta por cento), permite a aprovação da saída voluntária do Novo Mercado, mesmo nos casos em que a maioria dos votantes votem de forma diversa. Por ser um tema de grande relevância, entendemos que a anuência da maioria simples é fundamental para preservação do equilíbrio de direitos e obrigações entre acionistas minoritários e controladores.

Esse equilíbrio é necessário para adequar as regras com relação à participação das companhias nesse segmento. Quando uma empresa faz sua abertura de capital no Novo Mercado, o principal objetivo é atrair os recursos dos investidores. No mesmo sentido, caso a companhia decida por deixar o segmento especial, é fundamental estabelecer um processo rígido suficiente para preservar o interesse dos investidores. Esses



estiveram dispostos a financiar o desenvolvimento da companhia mediante condições diferenciadas oferecidas pela aderência ao segmento especial.

Dessa forma, visando à defesa dos interesses da maioria dos acionistas em relação à proposta apresentada pela companhia, insistimos no quórum mínimo de 50% (cinquenta por cento).

“II – aceitação da OPA ou concordância expressa com a saída do Novo Mercado por acionistas titulares de mais de 50% (~~quarenta~~ cinquenta por cento) das ações em circulação.”

Ainda nessa seção, o artigo 50 possibilita a saída voluntária do Novo Mercado independentemente da realização da OPA, caso haja a dispensa deliberada em assembleia geral. Para tanto, a assembleia geral deve ser convocada com 45 dias de antecedência. A legislação atual dispõe do prazo de 15 dias úteis para a convocação de assembleias (Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

É importante frisar que o processo atual para a deliberação pela assembleia de saída do Novo Mercado é realizado em aproximadamente 45 dias úteis. Sendo 30 dias para a elaboração do Laudo de Avaliação e mais 15 dias para a convocação da assembleia.

O prazo de 45 dias úteis proposto para convocação pode culminar num prazo total de até 75 dias úteis para a deliberação da OPA. Os agentes do mercado entendem que um período tão longo é prejudicial, deixando a companhia exposta durante longo intervalo, com impactos relevantes até em sua operação. Para mitigar esses riscos de exposição, entendemos que o prazo de 30 dias úteis para a convocação da assembleia é suficiente e desejável.

O § 1º do artigo 50 descreve o quórum necessário para instalação da assembleia, sendo 50% (cinquenta por cento) do total das ações em circulação, ou com a presença de qualquer número de acionistas titulares de ações em circulação se instalada em segunda convocação. Porém o Regulamento não indica o prazo de antecedência que deve ser seguido para segunda convocação. Sendo assim, sugerimos que seja o mesmo utilizado pela Lei 6.404, ou seja, oito dias de antecedência.

“Art. 50 A saída voluntária do Novo Mercado pode ocorrer independentemente da realização da OPA na hipótese de dispensa aprovada em assembleia geral, convocada com 30 (trinta) ~~45 (quarenta e cinco)~~ dias de antecedência em primeira convocação e em 8 (oito) dias de antecedência em segunda convocação.”



4. Dispersão acionária

A segunda fase da audiência pública inclui novamente a obrigatoriedade de participação de acionistas não institucionais “investidores de varejo” em parcela mínima de 10% nas ofertas públicas de distribuição, tanto para IPO como para follow-ons. As ofertas públicas de ações com esforços restritos, aquelas reguladas pela Instrução CVM 476 e as ofertas públicas de companhias pré-operacionais, que são restritas aos investidores qualificados, foram dispensadas de tal obrigação, conforme solicitado por ocasião da primeira audiência.

Porém, com relação às ofertas públicas reguladas pela ICVM 400, de 29 de dezembro de 2013, a obrigação foi mantida. Ainda há grande debate entre participantes do mercado quanto à eficiência e necessidade de manutenção deste “esforço” de pulverização. O mercado identifica que esse requerimento traria mais eficácia sob a égide de melhores esforços. Cabendo ao intermediário, juntamente com as companhias, analisar o apelo da operação aos investidores de varejo. Essa regra não tem mostrado eficácia no avanço da dispersão e liquidez das ofertas bem como para a evolução do mercado. A participação de maior número de investidores deve se dar por processo natural de fatores macroeconômicos e mercadológicos. Vale citar acontecimentos recorrentes e recentes nas ofertas públicas realizadas por meio da Instrução 400. Nessas oportunidades, a grande demanda dos investidores de varejo é frustrada pela percepção de que parte relevante desses investidores, vulgarmente chamados de “flippers”, efetuam a venda de grande parte de suas posições já no dia seguinte à operação, impactando o preço do emissor.

É importante frisar que há casos em que a empresa opta por realizar oferta pública por meio da ICVM 400, todavia não necessariamente é adequada aos investidores de varejo, por apresentarem estrutura complexa.

Entendemos que apenas os IPOs realizados por meio da ICVM 400 deveriam manter a oferta obrigatória aos investidores de varejo, dando-lhes a oportunidade de ingressar nas companhias que ainda não vieram a mercado, bem como prover à emissora uma composição mínima necessária de ações em circulação para manutenção no segmento de Novo Mercado.

Sendo assim, sugerimos que sejam afastadas do esforço de dispersão ao varejo as ofertas subsequentes (follow-on) distribuídas por meio da ICVM 400.



CONSIDERAÇÕES ADICIONAIS

1. Remuneração

Em análise ao novo regulamento publicado na segunda fase da audiência pública, observamos a manutenção da regra para divulgação das informações relativas à remuneração, porém foram excetuadas as companhias que não divulgam a referida informação, amparadas por decisão judicial.

Ao participar do segmento Novo Mercado, as instituições são inseridas num nicho diferenciado de governança, onde práticas mais transparentes são de extrema relevância aos investidores para a adesão e permanência no segmento. Nesse contexto, ao requisitar que a remuneração dos administradores dessas companhias seja divulgada sem exceção, a BMF&Bovespa está apenas explicitando seu esforço para permitir um nível maior de informação aos investidores, o que demonstra o compromisso de todos, executivos e companhias, em relação a todos os investidores.

Desta forma, sugerimos reconsiderar esse requisito, com o intuito de dar mais transparência aos investidores, diferenciando a participação desse segmento.

2. Obrigatoriedade da divulgação das informações as empresas subsidiárias das companhias

De acordo com o artigo 11 da Instrução CVM 358/02, as companhias são obrigadas a divulgar as movimentações de valores mobiliários por administradores e pessoas ligadas, porém essa regra não se estende às suas controladoras e controladas, caso não sejam companhias abertas. Ou seja, companhias de capital aberto cujas subsidiárias venham a emitir valores mobiliários (um bond, por exemplo) e cujos administradores negociem esses mesmos valores não são obrigadas a informar ao mercado. Por isso, sugerimos a inclusão de uma regra abrangendo a divulgação dessa informação no regulamento do Novo Mercado como um elemento diferencial para as empresas que participam do segmento, o que permitirá maior transparência em relação às informações divulgadas para tomada de decisão do investidor.



Por fim, agradecemos a oportunidade de participar desta audiência, colocando-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos considerados necessários.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

José Eduardo Lalon

Diretor da ANBIMA

Felipe Campos

Diretor da ANBIMA

