

## **AUDIÊNCIA PÚBLICA**

**Prazo: 9 de setembro de 2016**

**Objeto: Evolução dos Segmentos Especiais de Listagem – Novo Mercado e Nível 2.**

### **1. Introdução**

A BM&FBOVESPA coloca em audiência pública a proposta de regulamentos para o Novo Mercado e o Nível 2, visando manter a atratividade dos Segmentos Especiais, alinhando as práticas adicionais de governança corporativa aos padrões reconhecidos internacionalmente.

A importância dos Segmentos Especiais de listagem para o mercado de capitais brasileiro, em especial o Novo Mercado, é inquestionável.

No final dos anos 2000, a bolsa de valores revolucionou, mudando a concepção cultural do empresariado nacional ao mostrar que o componente de governança que parecia, à primeira vista, apenas um custo adicional, era capaz de agregar valor à companhia no médio e longo prazo e, talvez de forma mais relevante e efetiva, causar impactos nas suas práticas cotidianas, gerando, assim, reflexos positivos no desempenho das companhias e, conseqüentemente, no retorno de seus investidores.

Como é de se esperar, de tempos em tempos, a BM&FBOVESPA coloca em pauta potenciais alterações das regras dos Segmentos Especiais, porque não se pode conceber tratar o tema governança como algo estático. Transcorridos 5 (cinco) anos da última revisão, o mercado já sinalizava que o momento de discutir as regras estava próximo e assim se manifestou pela urgência da revisão dos segmentos na consulta pública realizada de 15/3 a 16/5/2016.

A proposta apresentada, além de incluir e alterar disposições com o objetivo de alinhamento às práticas internacionais, traz também importantes simplificações, a partir da eliminação de regras e procedimentos que se mostraram pouco eficazes, além de eliminar sobreposições com outras disposições regulatórias.

O atual processo de evolução dos Segmentos Especiais traz algumas nuances, cabendo destacar dois pontos, antes de ingressarmos nas motivações que originaram as principais alterações de conteúdo do documento:

- (i) Consulta e audiência pública: apesar da regra contratual dos segmentos conceder poder de veto a um terço das companhias listadas nos segmentos, por meio da Audiência Restrita, a BM&FBOVESPA incrementou o trâmite com duas novas etapas, sendo uma de consulta pública mais abrangente de temas de interesse dos participantes de mercado, e a outra que se inicia agora, em que a bolsa apresenta suas propostas e submete à ampla discussão entre os diversos agentes envolvidos: companhias, investidores, reguladores, associações e demais públicos interessados; e
- (ii) Nova estrutura do documento: a BM&FBOVESPA pretende tornar mais clara e ordenada a sequência de fatos relacionados à situação da companhia com os Segmentos Especiais: ingresso, permanência e saída.

## **2. Estrutura de capital**

Não há modificações substanciais nas regras relacionadas à estrutura de capital. O Novo Mercado continua admitindo somente ações ordinárias e o Nível 2 permitindo ações preferenciais.

No que tange à regra atual de percentual de ações em circulação, houve poucas indicações que pudessem sinalizar modificações significativas. Grande parte das interações efetuadas na fase de consulta pública mostrava preocupações mais intensas com a qualidade do *free float* do que propriamente com o critério ou o percentual.

Assim, a BM&FBOVESPA optou por acrescentar um percentual alternativo de 20% do capital social, desde que cumprido o requisito de valor diário médio de negociação (ADTV de R\$ 25 milhões) ou de valor da oferta (R\$ 3 bilhões), alinhando com as práticas internacionais.

Os valores acima foram definidos com base em estudos para aferição de um patamar de liquidez entendido como satisfatório. Para isso, consideramos as últimas carteiras quadrimestrais do Ibovespa, desde janeiro de 2015, e calculamos a média do ADTV das ações que compõem seu último quartil, ordenado por percentual de participação. O valor do ADTV é compatível com o das companhias listadas no Novo Mercado que possuem valor de mercado do *free float* acima de R\$ 3 bilhões.

Nesse quesito, foram mapeadas regras de 20 (vinte) bolsas, que estabelecem mínimo de *free float* em relação a quatro parâmetros principais: número de ações, volume financeiro, número de acionistas e percentual de ações. A maioria adota a combinação de dois ou três parâmetros.

### **3. Administração**

As regras relacionadas à administração sofreram modificações relevantes.

A obrigatoriedade de membros independentes no Conselho de Administração continua. No entanto, passa-se a exigir, no mínimo, 20% (vinte por cento) ou 2 (dois) conselheiros independentes, o que for maior, tendo sido excluídas as regras de arredondamento e as presunções absolutas de que os conselheiros indicados por eleição em separado seriam independentes. Logo, todos se submetem à análise dos requisitos de independência.

O conceito também foi alterado. Em linha com as regras de listagem e os códigos de governança internacionais, o enquadramento do conselheiro como independente passa por uma análise de seu relacionamento com a companhia, com seu acionista controlador, com os demais administradores e com as sociedades relacionadas à companhia. Para tanto, existe uma lista de situações que afastam, de plano, a

caracterização do membro do conselho como independente e outra lista que deve ser utilizada pelo conselho de administração para a avaliação da efetiva independência. Andam lado a lado, assim, presunções absolutas e presunções relativas.

A avaliação da independência cabe especialmente ao conselho de administração. Ele deve realizar sua análise com base em uma declaração fundamentada do indicado ao conselho e inserir suas conclusões na proposta da administração para a assembleia geral de acionistas que realizar a eleição da administração.

Além da alteração relativa a conselheiros independentes, foram incorporadas outras obrigações, também alinhadas com as práticas internacionais. São elas (i) a avaliação anual do conselho de administração, dos comitês e da diretoria, com a divulgação do processo adotado; (ii) a divulgação da remuneração do conselho de administração, da diretoria e do conselho fiscal; e (iii) a criação de comitês estatutários de assessoramento do conselho de administração, quais sejam, (a) comitê de auditoria, (b) comitê responsável pela indicação de candidatos a membro do conselho de administração, de seus comitês de assessoramento e da diretoria, pela emissão de parecer acerca do enquadramento do conselheiro como independente, e pelo processo de sucessão do diretor presidente; e (c) comitê responsável pela política de remuneração e benefícios.

Foram, por fim, realizados aprimoramentos na redação e simplificação das regras, dentre as quais a de vedação à acumulação de cargos, que passou a contar com um prazo maior para a exceção na hipótese de vacância, mas com uma obrigação adicional de divulgação das medidas a serem tomadas para cessação da situação.

#### **4. Fiscalização e controle**

A proposta de regulamentos para o Novo Mercado e o Nível 2 prevê a instalação e requisitos dos seguintes órgãos internos de fiscalização e controle: comitê de auditoria, área de auditoria interna e área responsável pela função de *compliance*.

A adoção do comitê de auditoria auxilia o conselho de administração no exercício de suas funções, permitindo que este tenha acesso a um relato detalhado sobre o

monitoramento das atividades de auditoria. Uma estrutura de controles cuja composição abranja o comitê de auditoria está alinhada com as práticas internacionais, constando a recomendação de instalação do órgão em 14 dos 15 códigos de governança internacionais analisados, corroborando o forte apoio à medida apresentada na fase de consulta pública.

A auditoria interna, por sua vez, deve ser responsável por aferir a qualidade e a efetividade dos processos de gerenciamento de riscos, controle e governança da companhia, sendo vinculada ao comitê de auditoria estatutário.

Ainda, as companhias devem implantar área responsável pela função de *compliance*, com vistas a avaliar o cumprimento da legislação e regulamentação em vigor, bem como de suas políticas e processos internos. Tal função pode ser exercida pela auditoria interna durante os primeiros 5 (cinco) anos da vigência do novo regulamento e desde que cumpridas determinadas condições previstas na proposta.

### **5. Informações e Documentos**

As alterações em relação à divulgação de informações periódicas e eventuais consideram o conhecimento adquirido com a rotina de *enforcement* da Diretoria de Regulação de Emissores, as melhores práticas adotadas internacionalmente e, principalmente, um esforço de simplificação de regras.

Assim, a divulgação de informações em inglês passa a focar em fatos relevantes e comunicação de resultados. A reunião pública com analistas é substituída por apresentação pública, não necessariamente presencial, objetivando tratar de informações divulgadas recentemente.

Em relação à divulgação do calendário anual, o procedimento passa a ser mais simples, havendo lista taxativa dos eventos que devem ser divulgados e a necessidade de atualização assim que seja decidida a alteração de alguma data.

Uma inovação é a divulgação de relatório assegurado com informações socioambientais de acordo com padrão internacional. Outra mudança é a comunicação mensal de valores mobiliários de titularidade direta ou indireta do acionista controlador ou pessoas vinculadas, incluindo derivativos neles referenciados, de liquidação física ou financeira.

Duas medidas atualmente previstas na seção de informações periódicas e eventuais, sobre política de negociação e código de conduta, passam a ser tratadas com exigências mais estritas em uma nova seção sobre documentos internos.

Essa seção dispõe sobre a obrigatoriedade de elaboração e divulgação, de acordo com conteúdo mínimo, do código de conduta e das seguintes políticas da companhia: (i) indicação; (ii) gerenciamento de riscos; (iii) transações com partes relacionadas; (iv) negociação de valores mobiliários; e (v) socioambiental.

## **6. Alienação de controle**

Com relação à alienação de controle, a proposta visa à racionalização da redação dos regulamentos atualmente em vigor, além de alterações pontuais.

A proposta de regulamento contempla a obrigação ao adquirente do controle de, concomitantemente à realização da OPA de *Tag Along*, oferecer aos minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o preço médio ponderado das ações no período de 6 (seis) meses anteriores à divulgação da contratação da alienação de controle, e o preço da OPA, de modo a mitigar o risco de desenquadramento do *free float*. Vale ressaltar que a obrigação estaria excepcionada na hipótese de unificação com a OPA de saída do segmento.

## **7. Aquisição de participação relevante**

Transcorridos (i) 12 anos da primeira *poison pill* ou “pílula venenosa” presente em estatuto social de companhia listada nos Segmentos Especiais; (ii) 11 anos da inserção do primeiro mecanismo que se tornou conhecido como “cláusula pétrea” estatutária; (iii) nove anos do *boom* de tais cláusulas em 2007, associado ao crescimento vertiginoso

dos IPOS; (iv) sete anos da edição do Parecer de Orientação nº 36 de 2009 sobre disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária; (v) cinco anos da última revisão que contemplou discussões a respeito, além da alteração de alguns estatutos sociais no sentido de atenuar os obstáculos presentes nas *poison pills*, como a retirada de prêmio sobre o valor econômico, aumento do percentual considerado relevante ou mesmo a exclusão de cláusulas pétreas, a BM&FBOVESPA vem novamente propor regras sobre a aquisição de participação relevante que, no último processo de revisão, ficou conhecida como “OPA 30” e que nos parece ainda comportar uma extensa reflexão pelos diversos agentes do mercado.

É fundamental esclarecer que a regra proposta não reflete o mesmo fundamento existente nas disposições conhecidas como *poison pills*, que impõem uma obrigação sem justificativa econômica e que, portanto, representa um verdadeiro obstáculo à maior participação de acionistas nas decisões e à alteração na administração da companhia.

O objetivo da OPA por aquisição de participação relevante é garantir um evento de liquidez em condições equitativas aos acionistas de uma companhia que tenha seu controle adquirido de forma originária ou quando do ingresso de um acionista relevante.

A regra poderá trazer um diferencial ao atual regulamento do Novo Mercado, por assegurar aos acionistas o direito a um evento de liquidez em condições equitativas diante de uma alteração material da estrutura acionária. Essa situação, no caso de dispersão de capital, é fonte recorrente de incertezas para os investidores e para o mercado em geral.

Essa regra se encontra em linha com a regulação internacional a respeito, cabendo mencionar a referência ao *City Code* londrino, de 1968, e à Diretiva Europeia sobre *Takeover*, de 2004. Além disso, vários países da União Europeia atualmente adotam o gatilho de 30% em suas regulamentações, assim como a previsão de extensão do maior preço pago nos últimos 12 (doze) meses, conceitos adotados na proposta da Bolsa.

## **7. Saída dos segmentos**

Provavelmente um dos itens mais debatidos pelo mercado no passado recente, as regras para a saída do segmento precisam preservar o equilíbrio de direitos e obrigações entre acionistas minoritários e controladores, que norteou a criação das regras de saída no final dos anos 2000 e continua a nortear a atual proposta.

Em linhas gerais, a proposta traz requisitos adicionais visando à ampliação do processo de legitimação do preço justo, em linha com a regulamentação em vigor, a ser praticado na oferta pública de aquisição de ações para a saída do segmento (OPA de Saída). De acordo com a minuta, o edital da OPA deverá contemplar necessariamente pagamento à vista e em moeda corrente, sem prejuízo da inclusão de outras alternativas a critério dos seus destinatários.

Nesse sentido, a OPA passa a contar com quórum de aceitação da maioria da minoria – 50% do *free float*, considerada para esse quórum, a base acionária da data do fato relevante que tratar da saída da companhia do segmento.

Essa mesma maioria da minoria também poderá, em assembleia geral, dispensar a realização da OPA, caso entenda que a saída atende aos interesses da companhia.

De acordo com a proposta, a OPA poderá ser formulada pelo acionista controlador, por terceiro por ele indicado, por qualquer acionista na hipótese de inexistir acionista controlador, ou pela própria companhia, se presentes as reservas exigidas por lei e nos limites previstos na regulamentação em vigor acerca da aquisição de ações de própria emissão.

Com relação à escolha do responsável pela avaliação, foi acrescentado o direito aos minoritários, detentores de 10% do *free float*, de indicar outra opção de avaliador a ser deliberada em assembleia que, se instalada em primeira convocação, deverá contar com a presença de 50% do referido *float*.



A proposta também visou à racionalização da redação e do encadeamento de alguns itens com a segregação entre saída voluntária, compulsória, e em decorrência do cancelamento ou conversão de registro perante a CVM.

Com relação à saída do segmento em decorrência do cancelamento ou conversão de registro perante a CVM, deverão prevalecer os dispositivos da Instrução nº 361 da referida autarquia, em linha com demanda recorrente do mercado a respeito da compatibilização e simplificação de regras.

## **8. Prazo de adaptação**

Importante salientar que as regras que provocam impacto em fatores como custo e estrutura têm prazos de adaptação de 2 (dois) anos. Dessa forma, é plenamente factível uma mudança gradativa nos parâmetros de governança, trazendo racionalização ao processo.

## **9. Questões importantes em pauta**

A despeito do extenso trabalho de pesquisa de códigos de governança corporativa de outras jurisdições e regras de listagem de outras bolsas, além das contribuições obtidas no âmbito da consulta pública, das diversas interações internas e com agentes de mercado, a BM&FBOVESPA manifesta especial interesse a respeito dos itens a seguir:

**9.1. *Free float*:** adequação dos critérios e prazos previstos – 20% se presente valor financeiro das ações em circulação de R\$ 3 bilhões ou ADTV de R\$ 25 milhões num período de 12 meses – como alternativa aos 25% da regra geral. Além de 18 meses para recomposição do *float* em determinadas situações.

**9.2. Definição e cálculo diferenciado do *free float* para o Nível 2:** 50% das ações preferenciais, na hipótese de as ações ordinárias não serem admitidas à negociação por força de restrição regulatória.

**9.3. “Gatilho” da OPA por Aquisição de Participação Relevante:** a despeito da verificação de uma certa convergência para o “gatilho” de 30% em outras jurisdições conforme relatório sobre a implementação da Diretiva Europeia, a BM&FBOVESPA convida a uma especial reflexão a esse respeito, considerando, de forma exemplificativa, que 25% do capital social é uma participação relevante em analogia ao percentual exigido para o *free float*.

**9.4. Cláusulas mínimas estatutárias:** a obrigação de incluir, no estatuto social, previsões expressas referentes a determinadas regras teve sua função relativizada após decisão proferida em 17/12/2013 pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/4062.

Por outro lado, para os investidores, a presença de tais cláusulas nos estatutos sociais poderia facilitar o entendimento e fiscalização do respeito aos seus direitos.

Nesse sentido, a BM&FBOVESPA aguarda contribuições acerca da presença de uma cláusula genérica que submeta a companhia, administradores e acionistas aos regulamentos.

**9.5. Dispersão acionária:** requisito previsto nos regulamentos em vigor desde a sua criação, obriga que uma parcela, de no mínimo 10%, de uma oferta pública de distribuição de ações inicial (IPO) ou subsequente (*follow-on*) seja ofertada a acionistas não institucionais, conhecidos como “investidores de varejo”. A minuta deixa de prever esse requisito considerando a evolução do nosso mercado de capitais no sentido de permitir um maior acesso dos investidores pessoas físicas, em relação ao final dos anos 2000, e das evidências empíricas de que a presença de tais acionistas na base acionária das companhias não implica necessariamente melhores condições de liquidez. Além disso, essa regra se mostrou incompatível com a possibilidade de realização de ofertas com esforços restritos.

Temos especial interesse em obter contribuições com relação à exclusão do requisito, manutenção aplicável somente às ofertas iniciais, ou mesmo outras formas para viabilizar a dispersão acionária.

## **10. Conclusão**

A etapa de audiência pública no processo de evolução dos Segmentos Especiais ainda representa um momento de interação com o mercado em geral para avançarmos nas práticas de governança corporativa do Novo Mercado e Nível 2.

Nessa fase a BM&FBOVESPA receberá, até o dia 09/09/2016, por meio do e-mail do Novo Mercado (novomercado@bvmf.com.br), comentários sobre suas propostas para a evolução dos segmentos especiais, construídas com base nos elementos coletados durante a primeira fase de discussão.

A BM&FBOVESPA avaliará cada manifestação, buscando harmonizar, sempre que possível, os diversos interesses que podem se mostrar presentes nesse processo, chegando a um texto final de regulamento a ser submetido à audiência restrita com as companhias listadas nos respectivos segmentos.

As manifestações recebidas ao longo do período de audiência pública serão divulgadas na íntegra, no *site* da BM&FBOVESPA, no dia 12 de setembro de 2016.

A BM&FBOVESPA confia que o diálogo entre os vários participantes do mercado é capaz de manter o alto padrão do selo do Novo Mercado, na medida em que todos se dediquem a contribuir na evolução das regras, reconhecendo que a sua estagnação significa perda de valor para todos.