



GUIA DAS COMPANHIAS

**ORIENTAÇÕES GERAIS SOBRE AS REGRAS A SEREM OBSERVADAS PELAS
COMPANHIAS LISTADAS OU QUE PRETENDEM FAZER SEU IPO**

1ª EDIÇÃO

2024

DIRETORIA DE EMISSORES

APRESENTAÇÃO

DIRETORIA DE EMISSORES (DIE)

SOBRE A DIRETORIA DE EMISSORES

A **Diretoria de Emissores (DIE)** da B3 tem como missão o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, com olhar especial aos emissores de ativos de renda fixa e variável. Sua atuação abrange desde a criação e aprimoramento das estruturas regulatórias que sustentam o mercado até a viabilização das listagens, registros, ofertas públicas e eventos corporativos dos emissores que estão na B3. Além disso, por meio de sua vertente orientadora, busca fomentar as melhores práticas de governança corporativa entre os diferentes agentes do mercado de capitais.



APRESENTAÇÃO

SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO PARA EMISSORES (SDE)



FERNANDO DE ANDRADE MOTA

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado para Emissores na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo – USP. Especialista em Direito Societário pela Fundação Getúlio Vargas. Mestre e Doutor em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo – USP.

Responde dúvidas sobre:

- Desenvolvimento dos Regulamentos de Emissores e dos segmentos especiais;
- Representação institucional e ações educativas;
- Treinamentos para Companhias que pretendam realizar *IPO*;
- Orientação para investidores;
- Aplicação dos segmentos especiais a reorganizações societárias.

Contato:



fernando.mota@b3.com.br



(11) 2565-7785

(11) 96336-7113



RAPHAEL GIOVININI

Gerente de Governança Corporativa de Emissores na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Especialista em Direito Societário pela Fundação Getúlio Vargas.

Responde dúvidas sobre:

- Aplicação das regras dos segmentos especiais em processos de listagem;
- *Waivers* para Companhias em fase de abertura de capital;
- Orientações para Companhias listadas;
- Processo de *Enforcement* de Emissores;
- Ofertas Públicas de Aquisição de Ações.

Contato com a gerência de Governança:



luiza.bergamo@b3.com.br



(11) 2565-4514

Introdução

Lançado no ano 2000, o segmento do Novo Mercado instituiu um novo paradigma de governança corporativa no mercado brasileiro. A partir da primeira listagem, em 2002, o segmento se tornou o padrão exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital, bem como para migrações resultantes de operações societárias, sendo recomendado para companhias que pretendam realizar ofertas direcionadas a todos os tipos de investidor.

O Novo Mercado é o segmento destinado à negociação de ações de empresas que voluntariamente adotam as mais elevadas práticas de governança corporativa. Dentre elas, um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, a determinação da aprovação e divulgação de políticas corporativas e a implementação de estruturas de fiscalização e controle.

Buscando o constante aprimoramento do segmento, o Regulamento do Novo Mercado ("RNM") passou por revisões estruturais em 2006, 2011 e 2017 (além de outras revisões específicas, como a mudança da regra do *free float* em 2023). Na reforma de 2017, ocorreu a incorporação, ao normativo, de regras relacionadas a mecanismos de fiscalização e controle, como a constituição de comitê de auditoria, estatutário ou não, área de auditoria interna, própria ou terceirizada, e previsão de funções de controles internos, riscos e *compliance*.

Ao longo dos anos, a área técnica da Diretoria de Emissores da B3 ("DIE") analisou inúmeros processos de listagem e admissão de valores mobiliários à negociação no Novo Mercado, propondo aperfeiçoamentos e, posteriormente, acompanhando o cumprimento do RNM por companhias listadas. Foram também recebidas diversas consultas sobre a aplicabilidade de dispositivos regulamentares em casos concretos, viabilizando a interação entre a B3, as companhias e seus assessores legais.

A partir dessa experiência acumulada, a B3 elaborou o presente consolidado de interpretações ("Guia"), a fim de orientar o mercado em relação ao adequado cumprimento do RNM e, em especial, auxiliar no processo de elaboração dos documentos exigidos para realização do *IPO*.

O Guia também contempla interpretações de regras dos segmentos de listagem do Nível 1 e Nível 2 ("RN1" e "RN2", respectivamente e, em conjunto com RNM,



“Regulamentos”) especialmente nos casos em que existe correspondência normativa com o RNM.

A B3 pretende atualizar constantemente este Guia, como forma de desenvolver e aprimorar suas orientações com base nos aprendizados dos casos avaliados ao longo do tempo.

Desejo a todos uma boa leitura!

Flavia Mouta Fernandes

Diretora de Emissões da B3

11/09/2024

Sumário

| | |
|---|----|
| Estatuto Social | 9 |
| Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>Free Float</i>) | 12 |
| 1. Apresentação | 12 |
| 2. Objetivos da obrigação | 12 |
| 3. Situações excepcionais e prazos | 15 |
| 3.1. Companhias ingressantes no Novo Mercado..... | 15 |
| 3.2. Companhias com percentual de <i>Free Float</i> inferior a 20% | 16 |
| 4. Cálculo do ADTV | 18 |
| Dispersão Acionária em Ofertas Públicas de Distribuição de Ações | 19 |
| 1. Oferta Pública de Distribuição de Ações:..... | 19 |
| 1.1. Apresentação e Objetivos..... | 19 |
| 2. Natureza da obrigação em Ofertas Públicas de Distribuição ao Público Geral..... | 19 |
| 3. Exemplos de procedimentos especiais..... | 20 |
| 4. Total a ser distribuído no âmbito das Ofertas | 20 |
| 5. Apresentação e ausência de aplicabilidade da obrigação em Ofertas Públicas de Distribuição com Público Restrito..... | 21 |
| Vedação à Acumulação de Cargos e Membros Independentes no Conselho de Administração | 23 |
| 1. Apresentação | 23 |
| 2. Vedação à Acumulação de Cargos..... | 24 |
| 2.1. Conciliação dos Regulamentos com a LSA | 24 |
| 2.2. Avaliação Material da Acumulação | 26 |
| 3. Participação de conselheiros independentes na composição do Conselho de Administração | 27 |
| 3.1. Conceito de “acionista controlador” nos Regulamentos | 27 |
| 3.2. Interpretação sobre regras do Novo Mercado | 28 |
| 3.2.1. Critérios de independência | 28 |
| 3.3. Interpretação sobre regras do Nível 2 | 29 |
| 3.3.1. Percentual de Conselheiros Independentes..... | 29 |
| 3.3.2. Critérios de Independência | 30 |
| 3.3.3. Aferição da Independência..... | 30 |

| | |
|--|-----------|
| 3.4. Vigência..... | 31 |
| Manifestação do Conselho de Administração em Oferta Pública de Aquisição | 32 |
| 1. Apresentação | 32 |
| 2. Objetivos da obrigação | 33 |
| 3. Período para a manifestação do Conselho de Administração..... | 33 |
| 4. Responsabilidade pela manifestação do Conselho de Administração | 34 |
| 5. Conteúdo da manifestação do Conselho de Administração | 35 |
| 5.1. Conveniência e oportunidade..... | 36 |
| 5.2. Repercussões sobre os interesses da companhia..... | 36 |
| 5.3. Planos estratégicos divulgados pelo ofertante | 37 |
| 5.4. Liquidez..... | 37 |
| 5.5. Alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado | 38 |
| 5.6. Outros pontos considerados pertinentes | 38 |
| Composição do Comitê de Auditoria..... | 39 |
| Divulgação de Ato ou Fato Relevante ao Mercado Durante a Sessão de Negociação | 41 |
| 1. Divulgações durante o Pregão | 41 |
| 2. Divulgação Simultânea prevista no Segmento do Novo Mercado | 43 |
| Política e Estruturas de Gerenciamento de Riscos, Controles Internos e Compliance | 45 |
| 1. Apresentação | 45 |
| 2. Modelo das Três Linhas de Defesa..... | 45 |
| 3. Conteúdo da Política de Gerenciamento de Riscos..... | 47 |
| 4. Ofício Circular nº 49/2021-PRE..... | 47 |
| Política de Transações com Partes Relacionadas | 50 |
| Reorganização Societária | 53 |
| 1. Introdução..... | 53 |
| 2. Interpretação | 53 |
| 2.1. Conceito de Reorganização Societária | 53 |
| 2.2. Transferência de Base Acionária | 55 |
| 2.3. Sociedades Resultantes..... | 56 |
| 3. Supervisão e <i>Enforcement</i> | 57 |

| | |
|--|----|
| Regra de Votação das Ações Preferenciais no Nível 2 | 58 |
| 1. Histórico de criação do Nível 2 | 58 |
| 2. Discussão | 59 |
| 3. Interpretação | 60 |
| Renúncia de administradores e participação acionária de controladores | 62 |
| 1. Divulgação da renúncia de administradores (art. 26)..... | 62 |
| 2. Comunicação sobre participação acionária (art. 30)..... | 62 |
| Flexibilização Regulatória | 63 |
| Sumário de Ofícios Revogados | 64 |

Estatuto Social

Para ingresso e permanência no Novo Mercado, as companhias devem, dentre outros requisitos, adaptar seus estatutos sociais para contemplar as disposições identificadas abaixo como “cláusulas estatutárias obrigatórias”.

Destaca-se que, regra geral, as referidas cláusulas são integralmente aplicáveis a todas as companhias do segmento. Ficam ressalvadas, em relação à formação do capital social, as companhias que tenham emitido *golden share* no contexto de desestatizações (art. 8º, parágrafo único, do RNM).

No que diz respeito ao comitê de auditoria, nas companhias em que o órgão seja estatutário, o Estatuto Social deve, no mínimo, prever a obrigatoriedade e o caráter permanente do comitê. Embora seja recomendável a incorporação da cláusula abaixo sugerida ao estatuto, há a possibilidade de que seu conteúdo seja abordado apenas por meio do Regimento Interno do órgão.

Buscando-se uma maior simplicidade e objetividade na verificação do alinhamento entre os estatutos e o RNM, recomenda-se a adoção das redações abaixo transcritas, conquanto não seja vedada a utilização de redação alternativa da qual se extraia sentido equivalente.

| Disposição em Referência | Cláusulas Estatutárias Obrigatórias pelo Regulamento do Novo Mercado |
|---|--|
| Estatuto Social (Art. 6º, I) | Art. [=] – Com o ingresso da Companhia no Novo Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), sujeitam-se a Companhia, seus acionistas, incluindo acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, quando instalado, às disposições do Regulamento do Novo Mercado. |
| Capital Social (Art. 8º) | Art. [=] – O capital social da Companhia é de [=], totalmente subscrito e integralizado, dividido em [=] ações ordinárias, todas nominativas, escriturais e sem valor nominal. |
| Composição e Mandato (Arts. 14 e 15) | Art. [=] – O conselho de administração é composto por, no mínimo, [=] e, no máximo, [=] membros, todos eleitos e destituíveis pela Assembleia Geral, com mandato unificado de [1/2] [um/dois] ano(s), sendo permitida a reeleição. |
| | §1º – Dos membros do conselho de administração, no mínimo, 2 (dois) ou 20% (vinte por cento), o que for maior, |

| | |
|--|---|
| | <p>deverão ser conselheiros independentes, conforme a definição do Regulamento do Novo Mercado, devendo a caracterização dos indicados ao conselho de administração como conselheiros independentes ser deliberada na assembleia geral que os eleger.</p> <p>§2º – Quando, em decorrência do cálculo do percentual referido no parágrafo acima, o resultado gerar um número fracionário, a Companhia deve proceder ao arredondamento para o número inteiro imediatamente superior.</p> |
| <p>Acumulação de Cargos (Art. 20)</p> | <p>§3º – Os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente ou principal executivo da Companhia não poderão ser acumulados pela mesma pessoa.</p> |
| <p>Comitê de Auditoria (Art. 22) *Cláusulas estatutárias sugeridas às companhias que optarem por adotar Comitê de Auditoria Estatutário</p> | <p>Art. [=] – O comitê de auditoria, órgão de assessoramento vinculado ao conselho de administração, é composto por, no mínimo, 3 (três) membros, sendo que ao menos 1 (um) é conselheiro independente, e ao menos 1 (um) deve ter reconhecida experiência em assuntos de contabilidade societária.</p> <p>§1º – O mesmo membro do comitê de auditoria pode acumular ambas as características referidas no caput.</p> <p>§2º – As atividades do coordenador do comitê de auditoria estão definidas em seu regimento interno, aprovado pelo conselho de administração.</p> <p>Art. [=] – Compete ao comitê de auditoria, entre outras matérias:</p> <p>I – opinar sobre a contratação e destituição dos serviços de auditoria independente;</p> <p>II – avaliar as informações trimestrais, demonstrações intermediárias e demonstrações financeiras;</p> <p>III – acompanhar as atividades da auditoria interna e da área de controles internos da Companhia;</p> <p>IV – avaliar e monitorar as exposições de risco da Companhia;</p> <p>V – avaliar, monitorar, e recomendar à administração a correção ou aprimoramento das políticas internas da Companhia, incluindo a política de transações entre partes relacionadas; e</p> |

| | |
|--|---|
| | VI – possuir meios para recepção e tratamento de informações acerca do descumprimento de dispositivos legais e normativos aplicáveis à Companhia, além de regulamentos e códigos internos, inclusive com previsão de procedimentos específicos para proteção do prestador e da confidencialidade da informação. |
| Alienação de Controle (Arts. 37 e 38) | Art. [=] – A alienação direta ou indireta de controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição de que o adquirente do controle se obrigue a realizar oferta pública de aquisição de ações tendo por objeto as ações de emissão da Companhia de titularidade dos demais acionistas, observando as condições e os prazos previstos na legislação e na regulamentação em vigor e no Regulamento do Novo Mercado, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante. |
| Arbitragem (art. 39) | Art. [=] – A Companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, se houver, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, na forma de seu regulamento, qualquer controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada com ou oriunda da sua condição de emissor, acionistas, administradores, e membros do conselho fiscal, em especial, decorrentes das disposições contidas na Lei nº 6.385/76, na Lei nº 6.404, no estatuto social da Companhia, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral, além daquelas constantes do Regulamento do Novo Mercado, dos demais regulamentos da B3 e do Contrato de Participação no Novo Mercado. |
| Termo de Posse (Art. 40) | Art. [=] – A posse dos administradores e dos membros do Conselho Fiscal, efetivos e suplentes, fica condicionada à assinatura de termo de posse, que deve contemplar sua sujeição à cláusula compromissória referida no artigo [=]. |

Percentual Mínimo de Ações em Circulação (*Free Float*)

1. Apresentação

O RNM, nos incisos do art. 10, estabelece, como regra geral, que as companhias listadas mantenham percentual de ações em circulação ("*Free Float*") correspondente a, no mínimo, 20% de seu capital social. Alternativamente, as companhias poderão apresentar *Free Float* de, no mínimo, 15% do capital social, desde que o volume financeiro médio diário de negociação das ações ("ADTV") de sua emissão se mantenha igual ou superior a R\$ 20 milhões, considerados os negócios realizados nos últimos 12 meses.

Mencionados parâmetros de *Free Float* são referidos adiante, em conjunto, como "Percentual Mínimo de Ações em Circulação", sendo sua observância requisito para a concessão da listagem no Novo Mercado.

Ademais, o §1º do referido artigo prevê autorização para a manutenção temporária, por até 18 meses, do *Free Float* em um mínimo de 15% do capital social, nos casos de ingresso no Novo Mercado concomitante à realização de oferta pública de distribuição de ações cujo volume financeiro das ações em circulação seja igual ou superior a R\$1.000.000.000,00 (sujeito a requisitos adicionais caso tal volume seja inferior a R\$2.000.000.000,00).

Já o art. 11 trata de outras hipóteses de autorização, concedida em caráter automático, para a manutenção temporária, por até 18 meses, de *Free Float* abaixo do percentual mínimo de 20% do capital social, inclusive no caso de desenquadramento em relação ao ADTV exigido para fins de manutenção do *Free Float* em 15% do capital social.

O RN1 e o RN2 contêm dispositivos equivalentes àqueles aqui tratados, de forma que a presente interpretação lhes é também aplicável, com os ajustes de referência cabíveis.

2. Objetivos da obrigação

A obrigação de manter o Percentual Mínimo de Ações em Circulação tem como objetivo proporcionar condições para o exercício, pelos acionistas não controladores, de prerrogativas e direitos, previstos na legislação societária e

regulamentação em vigor, que dependam da titularidade de determinada participação acionária, como, por exemplo, os indicados na tabela a seguir.

| Artigo da Lei 6.404/76 | Participação necessária | Direito |
|-------------------------------|---|--|
| 4º-A, <i>caput</i> | 10% das ações em circulação | Nova avaliação em OPA para cancelamento de registro (fechamento de capital). |
| 105, <i>caput</i> | 5% do capital social | Propositura de ação judicial para exibição de livros sociais. |
| 123, parágrafo único, "c" | 5% do capital social | Convocação de assembleia em caso de omissão dos administradores em relação a pedido fundamentado. |
| 123, parágrafo único, "d" | 5% do capital votante ou 5% das ações sem voto | Convocação de assembleia para instalação do Conselho Fiscal, em caso de omissão dos administradores. |
| 126, §3º | 0,5% do capital social | Solicitação de lista de endereços dos acionistas para fins de pedido de procuração. |
| 141, <i>caput</i> | 10% do capital votante | Pedido de voto múltiplo para eleição do Conselho de Administração ¹ . |
| 141, §4º, I e II | 15% do capital votante (ou 10% do capital social) | Eleição em separado de 1 membro do Conselho de Administração ² . |

¹ Nos termos da Resolução CVM 70/2022, este percentual pode ser inferior em função do capital social das companhias. No caso, por exemplo, de companhias com capital social superior a R\$100.000.001,00, este percentual será de 5% do capital votante.

² Nos termos do artigo 141, §4º, da LSA, o referido direito é assegurado a acionistas que representem, no mínimo, 15% do capital social votante e aos titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito que representem, no mínimo, 10% do capital social total. Ainda, nos termos do §5º do referido artigo, titulares das duas espécies de ações podem agregar suas ações para exercer o direito, desde que perfaçam 10% do capital social. Vale ressaltar que, conforme decisão do Colegiado da CVM no Processo RJ 2005/5664, essa regra é aplicável mesmo quando o capital social é composto apenas por ações ordinárias, de modo que, nessa hipótese, os acionistas titulares de 10% das ações poderiam promover a eleição em separado.

| Artigo da Lei 6.404/76 | Participação necessária | Direito |
|-------------------------------|--|---|
| 157, §1º | 5% do capital social | Solicitação de prestação de informações pelos administradores. |
| 159, §4º | 5% do capital social | Proposição de ação de responsabilidade contra os administradores. |
| 161 | 10% do capital votante ou 5% das ações sem voto | Instalação do Conselho Fiscal ³ . |
| 161 | 10% do capital votante ou qualquer número de ações sem voto ou com voto restrito | Eleição em separado de 1 membro do Conselho Fiscal ⁴ . |
| 163, §6º | 5% do capital social | Solicitação de informações ao Conselho Fiscal. |
| 206, II, "b" | 5% do capital social | Proposição de ação de dissolução quando provado que a companhia não pode preencher seu fim. |
| 246, §1º, "a" | 5% do capital social | Proposição de ação de responsabilidade contra sociedade controladora. |

A exigência de Percentual Mínimo de Ações em Circulação reflete a preocupação da B3 com a negociação ou liquidez das ações das companhias listadas. Nesse sentido, a manutenção deste percentual busca propiciar nível mínimo de liquidez para as ações, possibilitando melhor reconhecimento do seu valor pelo público investidor, bem como mitigando a possibilidade de descontos relacionados aos riscos de saída, normalmente aplicados pelo mercado em um cenário de ausência ou reduzida liquidez.

³ Nos termos da Resolução CVM 70/22, este percentual pode ser inferior, em função do capital social das companhias. No caso, por exemplo, de companhias com capital social entre R\$100.000.001 e R\$150.000.000, este percentual será de 4% das ações com direito a voto e 2% das ações sem direito a voto, ao passo que, no caso de companhias com capital social superior a R\$150.000.001, tais percentuais serão de 2% e 1% respectivamente.

⁴ Cumpre observar que, nos termos decisão do Colegiado da CVM no Processo RJ2007/11086, o requisito de 10% do capital votante se refere ao número de ações detidas pelos acionistas minoritários da companhia e não ao quórum de acionistas minoritários presentes à assembleia.

Importante notar que, apesar dos percentuais específicos previstos nos Regulamentos, recomenda-se que as companhias mantenham *Free Float* superior de modo a conferir flexibilidade na negociação das ações por parte dos acionistas controladores, possibilitar a execução de programas de recompra de ações, nos termos da Resolução CVM 77/22, ou mesmo viabilizar a remuneração, em ações, aos administradores da companhia.

3. Situações excepcionais e prazos

Com o objetivo de orientar as companhias, esta seção foi estruturada em duas partes: (i) companhias ingressantes no Novo Mercado concomitantemente à realização de oferta pública de distribuição de ações; e (ii) companhias já listadas no Novo Mercado com percentual de ações em circulação inferior a 20%.

3.1. Companhias ingressantes no Novo Mercado

Na hipótese de ingresso no Novo Mercado concomitantemente à realização de oferta pública de distribuição de ações, a companhia pode manter, nos primeiros 18 meses, ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo, 15% do capital social, desde que o volume financeiro das ações em circulação da respectiva oferta seja superior a R\$ 1 bilhão e, adicionalmente, sejam observadas as seguintes condições:

- (i) nos termos a serem definidos durante a análise do pedido de ingresso no Novo Mercado, (a) a redução, pelo estatuto social, de quóruns para o exercício de determinados direitos pelos acionistas minoritários, e (b) implementação de medida para promoção da liquidez; e
- (ii) eleição de 1 Conselheiro Independente adicional ao número determinado após o cálculo previsto no art. 15 do RNM.

Se o volume financeiro das ações em circulação da respectiva oferta for igual ou superior a R\$ 1,5 bilhão, a companhia ficará dispensada de implementar medida para a promoção da liquidez. Se o volume for igual ou superior a R\$ 2 bilhões, fica a companhia dispensada também das demais condições listadas acima.

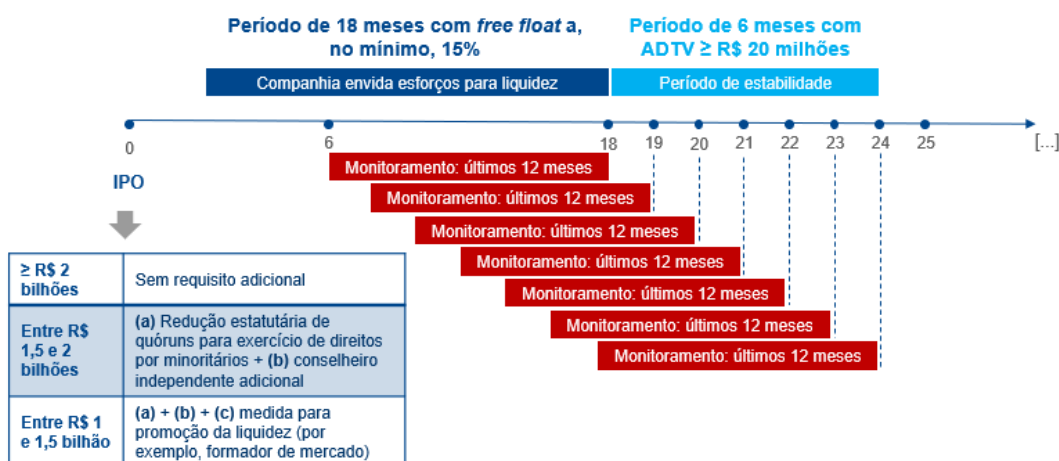
Para o cálculo do volume financeiro das ações em circulação da oferta, computam-se, conforme divulgado no anúncio de início:

- (i) as ações efetivamente distribuídas na oferta base e no lote adicional (*hot issue*), caso aplicável; e
- (ii) as ações objeto de eventual exercício do lote suplementar (*green shoe*).

No período de 12 meses compreendidos entre o 7º e o 18º mês após a realização de oferta pública, o ADTV será monitorado pela B3. Após o término do 18º mês, a companhia deverá manter o ADTV em no mínimo R\$ 20 milhões por 6 meses consecutivos (“período de estabilidade”), conforme fluxograma abaixo. Neste período, a B3 verificará a eficácia dos esforços envidados pela companhia em manter a liquidez das ações em circulação no mercado.

Posteriormente ao período de estabilidade e observada a manutenção do ADTV acima do patamar mínimo (R\$ 20 milhões), o monitoramento desse valor continuará a ocorrer, de forma mensal (e considerando sempre os 12 meses anteriores), enquanto o Percentual de Ações em Circulação for inferior a 20%.

As etapas e prazos mencionados estão detalhados no fluxograma a seguir:



3.2. Companhias com percentual de *Free Float* inferior a 20%

A manutenção temporária do *Free Float* abaixo de 20% será automaticamente autorizada por período de 18 meses, a contar do desenquadramento, nas hipóteses mencionadas no art. 11 do RNM, quais sejam:

- (i) desenquadramento em relação ao ADTV, com relação às companhias autorizadas a manter ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo, 15% do capital social;

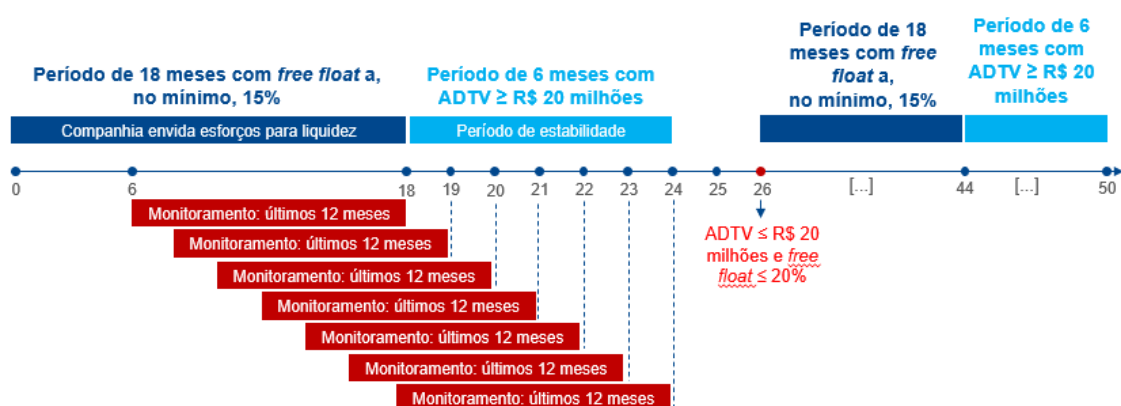
- (ii) subscrição total ou parcial de aumento de capital pelo acionista controlador da companhia, que não tenha sido integralmente subscrito por quem tinha direito de preferência ou de prioridade, ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva oferta pública de distribuição; e
- (iii) realização de OPA a preço justo ou por alienação de controle.

No período de 12 meses compreendidos entre o 7º e o 18º mês após a data do desenquadramento do *Free Float* em relação ao patamar de 20% do capital social, o ADTV será monitorado pela B3. Após o término do 18º mês, a companhia deverá manter o ADTV em no mínimo R\$ 20 milhões por 6 meses consecutivos ("período de estabilidade"), conforme fluxograma abaixo. Neste período, a B3 verificará a eficácia dos esforços envidados pela companhia em manter a liquidez das ações em circulação no mercado.

Posteriormente ao período de estabilidade e observada a manutenção do ADTV acima do patamar mínimo (R\$ 20 milhões), o monitoramento desse valor continuará a ocorrer, de forma mensal (e considerando sempre os 12 meses anteriores), enquanto o Percentual de Ações em Circulação for inferior a 20%.

Após o período de estabilidade, caso o ADTV fique abaixo de R\$ 20 milhões, a companhia estará autorizada a manter o *Free Float* de, no mínimo, 15% do capital social por mais 18 meses, de acordo com o artigo 11 do RNM.

As etapas e prazos mencionados estão detalhados no fluxograma a seguir:



4. Cálculo do ADTV

Conforme as regras acima descritas, após 12 meses do acompanhamento do ADTV das ações de emissão da Companhia, o ADTV deverá ser, no mínimo, equivalente a R\$ 20 milhões de reais, considerados os negócios realizados nos últimos 12 meses.

Para este cálculo, considera-se a média do ADTV mensal dos últimos 12 meses ("ADTV₁₂"), segundo a seguinte fórmula (em que "V" e "P" correspondem, respectivamente, ao volume financeiro negociado e ao número de pregões em um dado mês):

$$ADTV_{12} = \frac{\left(\frac{V_1}{P_1} + \dots + \frac{V_{12}}{P_{12}}\right)}{12}$$

Dispersão Acionária em Ofertas Públicas de Distribuição de Ações

1. Oferta Pública de Distribuição de Ações:

1.1. Apresentação e Objetivos

O RNM estabelece, em seu art. 12, que as companhias listadas devem envidar os melhores esforços para alcançar dispersão acionária quando da realização de oferta pública de distribuição de ações ("Oferta") ao público geral, adotando, para tanto, procedimentos que devem estar devidamente refletidos no respectivo prospecto e nos demais documentos da Oferta, conforme aplicável, como o aviso ao mercado.

Essa obrigação também se aplica às ofertas públicas de distribuição de certificados de depósito de ações, conhecidas como "*units*". No entanto, não se aplica às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários conversíveis em ações, tais como debêntures conversíveis e bônus de subscrição.

O objetivo dessa obrigação é buscar garantir o acesso dos investidores pessoas físicas ao capital das companhias listadas, assim como permitir uma base acionária mais diversificada, trazendo benefícios para a liquidez das ações.

Importante destacar que o RNM foi editado à luz dos regimes de oferta previstos nas Instruções CVM nº 400 ("ICVM 400") e nº 476 ("ICVM 476"), revogadas pela Resolução CVM nº 160 ("RCVM 160"), que entrou em vigor em 02/01/2023. Portanto, o RNM deve ser interpretado conforme essa nova regulamentação.

O RN1 e o RN2 contêm dispositivos equivalentes àqueles aqui tratados, de forma que a presente interpretação lhes é também aplicável, com os ajustes de referência cabíveis.

2. Natureza da obrigação em Ofertas Públicas de Distribuição ao Público Geral

Constitui uma típica obrigação de meio, cujo cumprimento dependerá da verificação, pela B3, de que foram envidados melhores esforços para alcançar dispersão acionária no âmbito da Oferta, independentemente de o resultado (efetiva dispersão acionária) ter sido alcançado.

3. Exemplos de procedimentos especiais

Os Regulamentos apresentam alguns exemplos de procedimentos especiais a serem utilizados para caracterizar os melhores esforços na obtenção da dispersão acionária nas Ofertas, quais sejam: a garantia de acesso a todos os investidores interessados; ou a distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais (“Investidores de Varejo”) de, no mínimo, 10% do total a ser distribuído na Oferta.

Outros procedimentos especiais podem ser utilizados para fins de cumprimento da obrigação. Entretanto, os exemplos indicados constituem um parâmetro consolidado de cumprimento da obrigação de dispersão prevista nos Regulamentos, que vai desde a garantia de acesso a todos os investidores (que representaria o máximo da tentativa de se obter dispersão acionária) até a distribuição a Investidores de Varejo de, no mínimo, 10% do total da Oferta (que representaria o mínimo da tentativa de se obter dispersão acionária).

Assim, apesar da natureza exemplificativa dos mecanismos especiais apresentados nos Regulamentos, qualquer outro procedimento especial a ser adotado apenas constituirá um efetivo meio de obtenção de dispersão acionária quando respeitar o limite mínimo indicado anteriormente.

4. Total a ser distribuído no âmbito das Ofertas

Caso a companhia pretenda cumprir a obrigação de dispersão por meio da distribuição aos Investidores de Varejo de, no mínimo, 10% da Oferta, tal percentual deverá ser calculado em relação ao seu **volume financeiro total**, o qual deverá compreender, além do volume inicialmente ofertado (oferta base):

- i. o lote adicional de que trata o art. 50, da RCVM 160 (*hot issue*);
- ii. o lote suplementar de que trata o art. 51 da RCVM 160 (*green shoe*);
- iii. a parcela da Oferta a ser distribuída no Exterior, na forma de *depository receipts* ou instrumento similar; e
- iv. a parcela da Oferta a ser distribuída preferencial ou prioritariamente aos acionistas da companhia.

5. Apresentação e ausência de aplicabilidade da obrigação em Ofertas Públicas de Distribuição com Público Restrito

O RNM, no parágrafo único do art. 12, excepciona a obrigação de promover procedimentos de dispersão acionária nas ofertas “com esforços restritos”.

A RCVM 160, por um lado, suprimiu o regime de ofertas com esforços restritos, previsto na ICVM 476⁵. Não obstante, preservou-se, na nova regulamentação, a figura da oferta destinada a público restrito de investidores, que permanece operando como condicionante para o acesso a determinadas ofertas com aspectos particulares, como, **por exemplo**:

- (i) em caso de oferta inicial de distribuição, a possibilidade de distribuição de ações de companhias pré-operacionais, desde que a oferta, sujeita a registro pelo rito ordinário, seja destinada apenas a investidores profissionais ou qualificados (art. 28, § 1º, I, da RCVM 160); e
- (ii) na hipótese de oferta subsequente de distribuição de ações de companhias operacionais, a possibilidade de registro pelo rito automático quando forem destinadas, exclusivamente, a investidores profissionais ou qualificados (art. 26, II, alíneas “a” e “b”, da RCVM 160)⁶.

Verifica-se, assim, que certos dispositivos da RCVM 160, que preveem ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com rito automático, refletem a lógica similar às ofertas públicas com esforços restritos, disciplinadas pela ICVM 476, especialmente, no que diz respeito à previsão de modelos de oferta pública mais céleres com base, dentre outros critérios, na restrição do público investidor.

Portanto, considerando as semelhanças existentes entre ritos, às ofertas de rito automático deverá ser aplicada a exceção prevista no art. 12, parágrafo único, do RNM, estando abrangidas pelo conceito de ofertas com esforços restritos ali contido.

⁵ Nos termos do art. 2º da ICVM 476, “[a]s ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica, e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários”.

⁶ Nesse particular, destaca-se que, conforme apontado pela CVM no Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21, “(...) uma das principais inovações propostas com relação ao rito automático é substituir o regime hoje aplicável às ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, voltadas a investidores profissionais. Atualmente essas ofertas são disciplinadas pela Instrução CVM nº 476, de 2009, que se propõe revogar”.

Com efeito, as companhias, listadas ou em processo de listagem no Novo Mercado da B3, que realizarem, a partir de 02/01/2023, oferta pública, inicial ou subsequente, de distribuição de ações, destinada, exclusivamente, a investidores profissionais ou qualificados, conforme definido pela regulamentação da CVM, poderão se utilizar da exceção à regra de esforço de dispersão acionária de que trata o art. 12, parágrafo único, do RNM.

Adicionalmente, esclarece-se que, em relação às ofertas realizadas por emissores em fase pré-operacional, o art. 84 da RCVM 160 estabelece regras para negociação de ações por investidores não qualificados, à semelhança do requisito já previsto pelo RNM. Portanto, sem prejuízo das exigências previstas no dispositivo mencionado, a negociação de ações, emitidas por emissores em fase pré-operacional e listados no Novo Mercado, por investidores não qualificados, poderá ocorrer quando o emissor apresentar receita operacional, nos termos exigidos pelo art. 13, parágrafo único, do RNM.

No que diz respeito aos demais segmentos especiais, destaca-se que a sistemática de restrição de público investidor da Oferta é posterior à edição dos RN1 e do RN2, motivo pelo qual não há tratamento específico da matéria em tais Regulamentos.

Com o intuito de harmonizar a interpretação dos Regulamentos, a B3, a princípio, não considerará a realização de Ofertas, no Nível 2 e no Nível 1, com restrição de público investidor, como infração às regras relativas aos esforços de dispersão. Isto é, a interpretação será a mesma daquela aplicável ao Novo Mercado.

Vedação à Acumulação de Cargos e Membros Independentes no Conselho de Administração

1. Apresentação

A Lei nº 14.195/2021 introduziu, na Lei nº 6.404/1976 (“LSA”), diversas modificações a fim de aumentar as proteções dos acionistas minoritários e desenvolver o ambiente negocial brasileiro, por meio, inclusive, da positivação legal de regras de governança dos segmentos especiais da B3.

Dentre tais modificações, destacam-se (i) o §3º do art. 138 da LSA⁷, vedando, nas companhias abertas, a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor presidente ou de principal executivo da companhia; e (ii) o §2º do art. 140 da LSA⁸, que prevê a obrigatoriedade de participação de conselheiros independentes na composição do conselho de administração das companhias abertas.

Em ambos os casos, foi atribuída à CVM competência para, respectivamente, definir exceções ao cumprimento da norma e regulamentar os termos e prazos de sua implementação. Em vista disso, a CVM divulgou, em 20/09/2022, a Resolução CVM nº 168/2022 (“RCVM 168”), que trata, dentre outros, dos aspectos acima mencionados.

Como se depreende do edital da Audiência Pública SDM 09/21 (“AP 09/21”), que originou a RCVM 168, o RNM foi o normativo-base utilizado pela CVM como inspiração para a redação da norma. Apesar disso, após a publicação da RCVM 168, no entendimento da B3, algumas questões envolvendo os Regulamentos merecem esclarecimentos.

Com efeito, considerando-se que os Regulamentos contemplam regras de não cumulação de cargos e, em relação ao RNM e RN2, de definições de conselheiro independente, a B3, por meio da DIE, avaliou os potenciais impactos da RCVM 168 nos Regulamentos e expõe, abaixo, interpretação para orientar os participantes de mercado, em especial, as companhias abertas listadas nestes

⁷ “Art. 138 (...) § 3º É vedada, nas companhias abertas, a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia”.

⁸ “Art. 140 (...) § 2º Na composição do conselho de administração das companhias abertas, é obrigatória a participação de conselheiros independentes, nos termos e nos prazos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários”.

segmentos, seus acionistas e administradores, a respeito do tratamento a ser empregado pela B3.

2. Vedação à Acumulação de Cargos

2.1. Conciliação dos Regulamentos com a LSA

O atual art. 138, §3º da LSA, em linha com os Regulamentos, veda a acumulação de cargos de presidente do conselho de administração com o diretor presidente ou principal executivo.

Contudo, com fundamento no art. 138, §4º da LSA⁹, a RCVM 168 excluiu a aplicação da regra para as companhias de menor porte, conforme previsto no art. 4º, parágrafo único do Anexo K da Resolução CVM nº 80/2022 ("RCVM 80")¹⁰.

No entanto, a B3 esclarece que companhias de menor porte listadas nos segmentos especiais da B3 permanecem proibidas de acumular os cargos, por força dos respectivos Regulamentos.

Ademais, destaca-se que as regras da RCVM 168 não contemplam o tratamento em caso de vacância, como previsto no parágrafo único do art. 20 do RNM¹¹, no item 5.4 do RN2¹² e 4.3 do RN1¹³.

⁹ "Art. 138 (...) § 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá editar ato normativo que excepcione as companhias de menor porte previstas no art. 294-B desta Lei da vedação de que trata o § 3º deste artigo."

¹⁰ "Art. 4º (...) Parágrafo único. O disposto neste artigo não se aplica a companhias que tenham auferido receita bruta consolidada inferior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais), verificada com base nas demonstrações financeiras de encerramento do último exercício social."

¹¹ Art. 20 (...) Parágrafo único. A regra constante deste artigo não se aplica na hipótese de vacância, sendo que, nesse caso, a companhia deve: I - divulgar a acumulação de cargos em decorrência da vacância até o dia útil seguinte ao da ocorrência; II - divulgar, no prazo de 60 (sessenta) dias, contados da vacância, as providências tomadas para cessar a acumulação dos cargos; e III - cessar a acumulação no prazo de 1 (um) ano."

¹² "5.4. Vedação à Acumulação de Cargos. Os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente ou principal executivo da Companhia não poderão ser acumulados pela mesma pessoa, excetuadas as hipóteses de vacância que deverão ser objeto de divulgação específica ao mercado e para as quais deverão ser tomadas as providências para preenchimento dos respectivos cargos no prazo de 180 (cento e oitenta) dias." (destacou-se)

¹³ "4.3. Vedação à Acumulação de Cargos. Os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente ou principal executivo da Companhia não poderão ser acumulados pela mesma pessoa, excetuadas as hipóteses de vacância que deverão ser objeto de divulgação específica ao mercado e para as quais deverão ser tomadas as providências para preenchimento dos respectivos cargos no prazo de 180 (cento e oitenta) dias." (destacou-se)

Foi proposta à CVM, no curso da audiência pública, a adoção de regra equivalente à do RNM. Em vista disso, nos termos do relatório da AP 09/21, o regulador apontou que:

"O § 4º do art. 138 da LSA somente atribui competência regulamentar à CVM para excepcionar as companhias definidas nessa Lei como de menor porte da vedação prevista no § 3º do art. 138 quanto à acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou principal executivo. Portanto, considerando que os ajustes sugeridos extrapolam o comando objetivo do dispositivo, a sugestão não foi acatada. "Não obstante, esclarece-se que nos casos de acumulação decorrentes de vacância, a adoção dos procedimentos de divulgação e de cessação da acumulação de cargos previstos no Regulamento do Novo Mercado poderá ser considerada pela CVM, juntamente com as demais características do caso concreto, quando da avaliação da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico, nos termos do § 1º do art. 4º da Resolução CVM 45" (p. 4 do relatório da AP 09/21).

Desta maneira, as companhias devem ficar atentas com relação ao procedimento a ser adotado em casos de vacância, tendo em vista que a RCVM 168 não prevê procedimento análogo ao do RNM. A B3 esclarece, ainda, que não exige a inclusão, no estatuto social, de regra com o procedimento previsto no RNM.

Ademais, considerando-se que o RN2 e o RN1 preveem, para fins de transição, a acumulação dos cargos pelo prazo máximo de três anos, contados da data do início de negociação dos valores mobiliários de emissão das companhias neles listadas, entende-se que, em vista da RCVM 168, tornaram-se inválidos e ineficazes os itens 5.4.1 e 5.4.2 do RN2¹⁴, bem como os itens 4.3.1 e 4.3.2 do RN1¹⁵.

¹⁴ "5.4.1 Excepcionalmente e para fins de transição, os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente ou principal executivo da Companhia poderão ser acumulados pela mesma pessoa, pelo prazo máximo de 3 (três) anos contados a partir da data do início de negociação dos valores mobiliários de emissão da Companhia no Nível 2 de Governança Corporativa.

5.4.2 O Diretor Presidente da BM&FBOVESPA poderá, mediante solicitação formal da Companhia, devidamente fundamentada, conceder um período adicional ao previsto no item 5.4.1 para o cumprimento da obrigação prevista no item 5.4, sendo esse poder aplicável ainda em relação ao prazo previsto no item 14.5 (i)".

¹⁵ "4.3.1 Excepcionalmente e para fins de transição, os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente ou principal executivo da Companhia poderão ser acumulados pela mesma pessoa, pelo prazo máximo de 3 (três) anos contados a partir da data

2.2. Avaliação Material da Acumulação

Apesar da vedação à acumulação de cargos, percebeu-se que, em certos casos, tal acumulação ocorria na prática, tendo-se em vista as atribuições dos integrantes da administração descritas no estatuto social, *vis-à-vis* os cargos ocupados em cada órgão da administração.

Exemplificativamente, observou-se casos em que o diretor presidente também ocupava a função de vice-presidente do conselho de administração da companhia. Isto, *a priori*, partindo de interpretação literal, não estaria vedado pelo art. 20, *caput* do RNM. Contudo, ao avaliar as atribuições estatutárias daquele vice-presidente, verificou-se competências típicas de presidente de tal órgão como, por exemplo, **(i)** exercer voto de qualidade nas deliberações do órgão; **(ii)** convocar e presidir as reuniões do conselho de administração; e **(iii)** instalar e presidir assembleias gerais da companhia.

Identificou-se, também, casos com estruturas análogas, como **(i)** compartilhamento decisório entre o presidente do conselho de administração e o vice-presidente do mesmo órgão, este último também ocupando a função de presidente da diretoria; **(ii)** competências de presidente da diretoria atribuídas ao (ou compartilhadas com o) vice-presidente da diretoria, que também ocupava a função de presidente do conselho de administração; e **(iii)** acumulação dos cargos de vice-presidente do conselho de administração e vice-presidente da diretoria em pessoa que, na prática, exerceria a presidência de ambos os órgãos;

Outra situação observada foi a existência de previsão, no âmbito da estrutura administrativa da companhia, de cargo que centralizasse as funções de Presidente "Executivo" do Conselho de Administração e Principal Executivo da Companhia. O Presidente "Executivo" do Conselho de Administração, apesar da denominação, não tinha atribuições relacionadas a funções típicas de presidente do órgão. Outros membros do Conselho de Administração efetivamente exerciam a função típica de presidir o órgão. Nesse cenário entendeu-se, mediante concessão de

do início de negociação dos valores mobiliários de emissão da Companhia no Nível 1 de Governança Corporativa.

4.3.2 O Diretor Presidente da BM&FBOVESPA poderá, mediante solicitação formal da Companhia, devidamente fundamentada, conceder um período adicional ao previsto no item 4.3.1 para o cumprimento da obrigação prevista no item 4.3, sendo esse poder aplicável ainda em relação ao prazo previsto no item 10.5".

tratamento excepcional, que o arranjo poderia ser adotado no contexto do RNM¹⁶.

Diante disso, faz-se necessário esclarecer que a vedação inscrita no art. 20, *caput* do RNM não se restringe à formalidade da nomenclatura dos cargos em questão. Ao contrário, são igualmente vedadas as estruturas que busquem promover uma acumulação material entre as atribuições inerentes a cada um destes cargos.

Assim sendo, as companhias devem observar estas diretrizes na formalização de seus estatutos sociais e na estruturação de sua administração. Sem prejuízo disso, ao identificar situações dessa natureza, a B3 atuará visando a tutelar o efetivo atendimento dos Regulamentos.

3. Participação de conselheiros independentes na composição do Conselho de Administração

Inicialmente, vale recordar que “a exigência de presença de conselheiros independentes foi mantida [pela CVM] apenas para o caso de emissores que atendam cumulativamente aos seguintes requisitos: (i) estejam registrados na categoria A, (ii) possuam valores mobiliários admitidos à negociação em mercado de bolsa, e (iii) tenham ações ou certificados de depósito de ações em circulação” (relatório da AP 09/21, p. 7 – previsto também no art. 5º do Anexo K da RCVM 80)¹⁷.

3.1. Conceito de “acionista controlador” nos Regulamentos

A B3 esclarece que, para fins de avaliação das estruturas de controle das companhias, bem como da independência dos conselheiros de administração, ao interpretar as regras dispostas nos Regulamentos, usualmente considera o controle direto e indireto, bem como os prestadores de serviço essenciais –

¹⁶ Desde 2022, a matéria também é disciplinada pela CVM, a partir da inclusão do art. 4º no Anexo K da Resolução CVM nº 80/2022, nos termos do art. 138, §§ 3º e 4º, da Lei nº 6.404/76.

¹⁷ “Art. 5º É obrigatória a participação de conselheiros independentes no conselho de administração da companhia que atenda cumulativamente aos seguintes requisitos: I – esteja registrada na categoria A; II – possua valores mobiliários admitidos à negociação em mercado de bolsa por entidade administradora de mercado organizado; e III – possua ações ou certificados de depósito de ações em circulação”.

gestores e administradores – de fundos de investimento que controlem as companhias listadas em todos os seus segmentos especiais.

Com efeito, a previsão constante do art. 6º, §4º¹⁸ do Anexo K da RCVM nº 80 já reflete a prática adotada pela B3, sendo que o art. 3º da RCVM 168 contribui por deixar esta avaliação explícita.

3.2. Interpretação sobre regras do Novo Mercado

3.2.1. Critérios de independência

No tocante aos critérios para apuração de independência de determinados conselheiros de administração, a RCVM 168 se distingue do RNM em poucos aspectos, especificamente, em relação ao rol exemplificativo de situações que devem ser consideradas na avaliação de independência, previsto no art. 16, §2º do RNM.

Em suma, a RCVM 168, em complemento ao RNM, prevê como hipótese a ser avaliada na apuração de independência o fato de o conselheiro ter fundado a companhia e ter influência significativa sobre ela, nos termos do art. 6º, inciso VI do Anexo K da RCVM 80¹⁹.

A influência significativa será apurada casuisticamente pela B3, em linha com o direcionamento contido no relatório AP 09/21 da CVM, ao mencionar que “[a] análise nesse último caso será particularmente sensível a outras circunstâncias específicas que se façam presentes, notadamente a participação acionária ou poder de influência que esse acionista fundador ainda detenha por ocasião de sua eleição ao conselho de administração. Diante dessa dependência das particularidades de cada caso, não foi considerada conveniente a indicação de percentuais específicos de titularidade de votos para fins de presunção de perda de independência (...)” (relatório da AP 09/21, p. 12).

Além disso, a RCVM 168 prevê que, ao avaliar as relações comerciais, deve-se considerar, inclusive, aquelas de prestação de serviços ou fornecimento de

¹⁸ “Art. 6º (...) §4º As referências deste artigo ao acionista controlador abarcam: I – acionistas controladores diretos e indiretos; e II – prestadores de serviços essenciais de fundo de investimento que controle a companhia.”

¹⁹ “Art. 6º (...) VI – fundou a companhia e tem influência significativa sobre ela.”

insumos em geral, nos termos do art. 6º, inciso III do Anexo K da RCVM 80²⁰. Destaca-se que ao averiguar as relações comerciais, a B3 já considerava estas modalidades de negócio na avaliação, o que foi reforçado com a divulgação da RCVM 168, que as contemplou expressamente.

Assim, a B3 esclarece que considerará tais fatores em suas avaliações de independência, tanto no contexto dos processos de listagem, quanto de supervisão das companhias listadas no Novo Mercado.

3.3. Interpretação sobre regras do Nível 2

O Nível 2, por sua vez, teve seus termos impactados de forma mais expressiva pela RCVM 168, tornando-se alguns dispositivos, além daqueles já mencionados no presente ofício, ineficazes, o que demanda sua substituição por outras regras *"(...) de conteúdo similar e que tenha por objetivo, observadas as características da regra ou norma superveniente, atender às mesmas finalidades"*, nos termos do item 14.3 do RN2²¹.

3.3.1. Percentual de Conselheiros Independentes

A RCVM 168 estabeleceu que os conselhos de administração devem contar com, no mínimo, 20% de conselheiros independentes, sem contemplar número mínimo de membros, tampouco regra de arredondamento.

Assim, considerando-se que o Nível 2 prevê regra de arredondamento para cima ou para baixo a depender do número fracionado obtido no cálculo dos 20%, nos termos do item 5.3.1²², a mecânica adotada pela RCVM 168 tornou ineficaz tal dispositivo, uma vez que a regra da CVM não admite arredondamentos para baixo.

²⁰ "Art. 6º (...) III – tem relações comerciais, inclusive de prestação de serviços ou fornecimento de insumos em geral, com a companhia, o seu acionista controlador ou sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum;"

²¹ "14.3 Normas Supervenientes. Se qualquer disposição deste Regulamento de Listagem for considerada inválida ou ineficaz em razão de regra ou norma superveniente, a mesma será substituída por outra de conteúdo similar e que tenha por objetivo, observadas as características da regra ou norma superveniente, atender às mesmas finalidades. A eventual invalidade e/ou ineficácia de um ou mais itens não afetará as demais disposições deste Regulamento."

²² "5.3.1 Quando em decorrência da observância do percentual referido no item 5.3, resultar número fracionário de conselheiros, proceder-se-á ao arredondamento para o número inteiro: (i) imediatamente superior, quando a fração for igual ou superior a 0,5 (cinco décimos); ou (ii) imediatamente inferior, quando a fração for inferior a 0,5 (cinco décimos)."

A B3, portanto, passará a avaliar, tanto no contexto dos processos de listagem, quanto na supervisão das companhias listadas no Nível 2, os critérios previstos na RCVM 168 para fins de cálculo do percentual mínimo de conselheiros independentes na composição do conselho de administração.

3.3.2. Critérios de Independência

Em relação aos critérios de independência, a RCVM 168 contempla conceito mais amplo e abrangente em comparação com o RN2²³, tornando, conseqüentemente, o conceito do RN2 insuficiente e ineficaz.

A B3, portanto, passará a avaliar, tanto no contexto dos processos de listagem quanto na supervisão das companhias listadas no Nível 2, os critérios previstos na RCVM 168 para fins de classificação de determinado conselheiro como independente.

3.3.3. Aferição da Independência

Com relação às etapas para aferição da independência, o RN2 contempla apenas a obrigação, no item 5.3.3 do RN2, de que “[a] *qualificação como Conselheiro(s) Independente(s) será expressamente declarada na ata da assembleia geral que o(s) eleger*”.

A RCVM 168, por sua vez, adota o mesmo mecanismo previsto no RNM, considerando-se modelo tripartite de avaliação, consistindo (i) na autodeclaração do conselheiro; (ii) em avaliação do conselho de administração inserida na proposta da administração; e (iii) em deliberação em assembleia.

²³ “‘Conselheiro Independente’ caracteriza-se por: (i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; e (vii) não receber outra remuneração da Companhia além daquela relativa ao cargo de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).”

Assim, a B3 passará a aferir, tanto no contexto dos processos de listagem quanto na supervisão das companhias listadas no Nível 2, o cumprimento da mecânica prevista no art. 7º do Anexo K da RCVM 80²⁴ para eleição dos conselheiros independentes.

3.4. Vigência

Por fim, a atuação da B3 em conformidade com os termos desta seção será aplicável aos mandatos iniciados a partir de 01.01.2023, em linha com a regra prevista no art. 8º do Anexo K da RCVM nº 80²⁵.

²⁴ "Art. 7º A caracterização do indicado ao conselho de administração como conselheiro independente deve ser deliberada pela assembleia geral, que pode basear sua decisão: I – na declaração, encaminhada pelo indicado a conselheiro independente ao conselho de administração, atestando seu enquadramento em relação aos critérios de independência estabelecidos neste regulamento, contemplando a respectiva justificativa, se verificada alguma das situações previstas no § 2º do art. 6º; e II – na manifestação do conselho de administração da companhia, inserida na proposta da administração referente à assembleia geral para eleição de administradores, quanto ao enquadramento ou não do candidato nos critérios de independência. "Parágrafo único. O procedimento previsto neste artigo não se aplica às indicações de candidatos a membros do conselho de administração: I – que não atendam ao prazo de antecedência para inclusão de candidatos no boletim de voto, conforme disposto na regulamentação editada pela CVM sobre votação a distância; e II – mediante votação em separado nas companhias com acionista controlador."

²⁵ "Art. 8º O disposto nos arts. 4º a 7º só se aplica aos mandatos iniciados a partir de 1º de janeiro de 2023."

Manifestação do Conselho de Administração em Oferta Pública de Aquisição

1. Apresentação

Na hipótese de realização de oferta pública de aquisição que tenha por objeto ações (“OPA”) de emissão de companhia listada no Novo Mercado ou no Nível 2, o seu Conselho de Administração deve se manifestar favorável ou contrariamente à aceitação da OPA, nos termos do RNM (artigo 21²⁶) e do RN2 (item 5.8²⁷).

A manifestação do Conselho de Administração é exigida em relação a qualquer OPA – seja ela voluntária ou obrigatória, nos termos da legislação e regulamentação vigentes – e independentemente de quem seja o ofertante (isto é, seja ele acionista ou terceiro).

Entretanto, na hipótese de OPA formulada pela própria companhia para o cancelamento de registro de companhia aberta, não se justifica a necessidade de manifestação do Conselho de Administração por meio de parecer sobre a aceitação da OPA. Com efeito, considerando a competência do órgão para a fixação da orientação geral dos negócios da companhia, na hipótese de o estatuto social exigir a realização de assembleia para deliberação sobre o cancelamento de registro, o Conselho de Administração se manifestará sobre a

²⁶ “Art. 21 O conselho de administração da companhia deve elaborar e divulgar parecer fundamentado sobre qualquer OPA que tenha por objeto as ações de emissão da companhia, em até 15 (quinze) dias da publicação do edital da referida OPA, no qual se manifestará, ao menos: I - sobre a conveniência e a oportunidade da OPA quanto ao interesse da companhia e do conjunto de seus acionistas, inclusive em relação ao preço e aos potenciais impactos para a liquidez das ações; II - quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à companhia; e III - a respeito de alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado. Parágrafo único. O parecer do conselho de administração deve abranger a opinião fundamentada favorável ou contrária à aceitação da OPA, alertando que é de responsabilidade de cada acionista a decisão final sobre a referida aceitação.”

²⁷ “5.8 Manifestação do Conselho de Administração. O Conselho de Administração da Companhia deverá elaborar e tornar público parecer prévio fundamentado sobre toda e qualquer oferta pública de aquisição que tenha por objeto as ações de emissão da Companhia, no qual se manifestará: (i) sobre a conveniência e oportunidade da oferta quanto ao interesse do conjunto dos acionistas e em relação à liquidez dos valores mobiliários de sua titularidade; (ii) sobre as repercussões da oferta sobre os interesses da Companhia; (iii) quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à Companhia; e (iv) outros pontos que considerar pertinentes. No parecer, o Conselho de Administração deverá manifestar opinião fundamentada favorável ou contrária à aceitação da oferta pública de aquisição de ações, alertando que é responsabilidade de cada acionista a decisão final acerca da aceitação, ou não, da referida oferta. 5.8.1 O parecer prévio fundamentado, referido no item 5.8 acima, deverá ser apresentado em até 15 (quinze) dias da publicação do edital da oferta pública de aquisição de ações.”

aceitação da OPA por meio da respectiva proposta para a assembleia, esvaziando a necessidade do parecer.

Nesse caso específico, o Conselho de Administração, ao fundamentar o cancelamento de registro ou ao formular proposta a ser deliberada em assembleia, deverá se manifestar sobre os itens indicados no respectivo regulamento (conforme item 5 a seguir), de forma complementar ao exigido pela regulamentação aplicável. Cabe observar que a Resolução CVM nº 85/2022 determina que conste do edital da OPA de cancelamento de registro o direcionamento para acesso eletrônico à deliberação do órgão da companhia que tiver aprovado seu lançamento, contendo, entre outros, a justificativa da operação.

2. Objetivos da obrigação

A obrigação de manifestação do Conselho de Administração nos casos de OPA evidencia o reconhecimento, pela B3, da importância de participação efetiva desse órgão da administração, que deve agir de forma diligente na defesa dos interesses da companhia e de seus acionistas em eventos relevantes como, por exemplo, alteração de controle, aquisição de participação relevante por determinado acionista, saída de segmento especial ou cancelamento de registro de companhia aberta.

Como decorrência, no exercício dos seus deveres, a administração não pode se omitir ou manter-se neutra em relação à OPA, devendo se posicionar de forma clara e fundamentada.

A manifestação do Conselho de Administração permite que os acionistas tenham acesso à opinião técnica daqueles que têm o domínio da gestão e o conhecimento do contexto econômico-financeiro da companhia e do respectivo segmento de atuação, possibilitando que os acionistas tomem suas decisões de maneira informada.

3. Período para a manifestação do Conselho de Administração

Com o objetivo de permitir que os acionistas tenham tempo adequado para a tomada de decisão, o RNM e RN2 determinam que o parecer do Conselho de Administração deva ser apresentado em até 15 dias, contados da publicação do edital da OPA à qual se refere.

Não obstante, de modo a dar concretude ao exercício das responsabilidades dos administradores previstos na LSA, os membros do Conselho de Administração deverão se manifestar publicamente no curso do processo de discussão e análise do edital da OPA e do laudo de avaliação, sem prejuízo de divulgar a manifestação prevista nos Regulamentos.

Em situações excepcionais, de modo a assegurar a integridade e a higidez do mercado de valores mobiliários, a imagem e reputação do Novo Mercado ou do Nível 2, bem como a adequada prestação de informações pelas companhias listadas, a B3 poderá determinar que os membros do Conselho de Administração se manifestem publicamente acerca do andamento da OPA, anteriormente ao respectivo registro e da divulgação das versões finais do edital e do laudo de avaliação.

A divulgação da manifestação deverá ser realizada via Sistema Empresas.Net, por meio da categoria "Reunião da Administração", tipo "Conselho de Administração", espécie "Ata", com a devida indicação no campo "Assunto".

Cabe destacar que, caso haja alteração substancial das condições da OPA mediante a publicação de aditivo ao edital ou divulgação de novas informações relevantes pelo ofertante, será necessária a realização de nova análise pelo Conselho de Administração, ao qual caberá alterar, ratificar ou complementar o parecer previamente divulgado.

A apresentação dessa nova manifestação deverá ocorrer em até 5 dias contados da publicação do aditivo ou da divulgação das informações, via Sistema Empresas.Net.

4. Responsabilidade pela manifestação do Conselho de Administração

De acordo com o RNM e o RN2, a responsabilidade pela elaboração e divulgação do parecer referente à OPA é do Conselho de Administração, como órgão colegiado, e não de seus membros individualmente.

Cabe ressaltar ainda que, como manifestação dos deveres de diligência e de lealdade do administrador, o parecer deve ser proferido sempre de maneira fundamentada, no interesse da companhia e da coletividade de seus acionistas. Nesse sentido, não obstante o disposto acima, caso algum administrador

discorde do posicionamento adotado pelo órgão, poderá consignar sua divergência no próprio parecer, manifestando sua opinião individual sobre o assunto, sem prejuízo do disposto na legislação aplicável²⁸.

5. Conteúdo da manifestação do Conselho de Administração

Com o fim de nortear os membros do Conselho de Administração, o RNM e o RN2 estabelecem itens que devem ser abordados pelo órgão de forma a permitir que os acionistas tenham acesso a informações suficientes e adequadas para tomada de decisão em relação à OPA. Com efeito, a opinião dos administradores não deve ficar adstrita a fatos e a meras descrições dos procedimentos e das decisões tomadas pelo ofertante, que já foram objeto de divulgação por meio de fatos relevantes, comunicados ao mercado ou do próprio edital da OPA.

Caso o Conselho de Administração entenda necessário, não há obstáculo no RNM e RN2 à contratação de terceiros para a realização de estudos, relatórios ou *fairness opinion* – isto é, de opinião externa independente, imparcial e técnica com o fim de assessorar seus membros na elaboração do parecer.

Nesse ponto, é importante salientar que o Conselho de Administração não pode substituir sua manifestação por tais relatórios ou pela *fairness opinion*, devendo apenas utilizá-los como subsídio ou fonte de informação, para o exercício de seu dever estipulado nos Regulamentos, muito embora deva divulgá-los ao mercado.

Apesar de apresentarem diferenças pontuais de redação, o RNM e o RN2 estabelecem que o Conselho de Administração deve manifestar-se, em essência, no mínimo sobre itens semelhantes:

| Nível 2 | Novo Mercado |
|---|--|
| (i) sobre a conveniência e oportunidade da oferta quanto ao interesse do conjunto dos acionistas e em relação à liquidez dos valores mobiliários de sua titularidade; | I - sobre a conveniência e a oportunidade da OPA quanto ao interesse da companhia e do conjunto de seus acionistas, inclusive em |

²⁸ Vide artigo 158, §1º da LSA, segundo o qual: “O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia geral”.

| | |
|--|---|
| (ii) sobre as repercussões da oferta sobre os interesses da Companhia; | relação ao preço e aos potenciais impactos para a liquidez das ações; |
| (iii) quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à Companhia; e | II - quanto aos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação à companhia; e |
| (iv) outros pontos que considerar pertinentes. | III - a respeito de alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado. |

Muito embora os itens (i) e (ii) do Nível 2, e o item I do Novo Mercado, apontados na tabela acima, façam menção explícita à OPA, a manifestação deve, quando aplicável, contemplar a análise da conveniência, oportunidade e repercussões da própria operação que ensejou a realização da OPA.

Nesse sentido, para que os administradores exercitem, de forma adequada, seus deveres fiduciários, tais itens devem ser analisados em consonância com o interesse social – elemento fundamental para balizar as operações e as manifestações relacionadas à OPA.

5.1. Conveniência e oportunidade

O Conselho de Administração deve se manifestar sobre o preço oferecido, inclusive sobre a metodologia e as premissas adotadas pelo avaliador, de acordo com as condições macroeconômicas, de mercado e do setor de atuação da companhia.

Adicionalmente, a manifestação deve contemplar alterações relevantes na situação financeira da companhia ocorridas desde a data das últimas demonstrações financeiras, informações trimestrais ou do edital (considerando o período posterior à sua publicação ou o período da OPA), devido aos possíveis impactos sobre a percepção do preço da OPA, bem como acerca dos riscos envolvidos na operação, como riscos regulatórios, legais ou de execução que possam ensejar a sua reversão.

5.2. Repercussões sobre os interesses da companhia

O Conselho de Administração deve se manifestar sobre a eventualidade de a operação que motivou a OPA criar valor para a companhia ou, contrariamente, se elevará os custos de capital ou reduzirá o retorno do investimento.

Nesse sentido, o órgão da administração deve incluir no parecer considerações sobre a existência de alternativas de criação de valor para os acionistas, possíveis cenários posteriores à operação que ensejou a realização da OPA, como, por exemplo, as sinergias que poderão ser verificadas como decorrência da operação ou os potenciais prejuízos que a atividade da companhia poderá sofrer com a alteração de controle, a saída de segmento especial ou o cancelamento de registro de companhia aberta, conforme o caso.

5.3. Planos estratégicos divulgados pelo ofertante

A consistência e a viabilidade dos planos estratégicos divulgados pelo ofertante em relação aos negócios da companhia também deverão ser objeto da manifestação do Conselho de Administração.

5.4. Liquidez

O Conselho de Administração deve avaliar o impacto da OPA sobre a liquidez das ações de emissão da companhia no momento da sua realização e no momento posterior à operação.

Nesse sentido, o acionista deve ser informado sobre os possíveis impactos da OPA sobre a liquidez das ações de emissão da companhia e, caso a OPA venha a se concretizar, sobre o potencial de redução da liquidez, inclusive sobre o risco de as ações deixarem de ser negociadas em bolsa.

Exemplificativamente, cabe mencionar cenários em que, devido à realização da OPA:

- (i) Ocorra redução do percentual de ações em circulação da companhia para patamar inferior aos parâmetros exigidos pelo RNM²⁹ ou RN²³⁰, situação na qual devem ser traçadas, pelo ofertante, estratégias para a

²⁹ "Art. 10 A companhia deve manter ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo: I - 20% (vinte por cento) do capital social; ou II - 15% (quinze por cento) do capital social, desde que o volume financeiro médio diário de negociação das ações da companhia se mantenha igual ou superior a R\$20.000.000,00 (vinte milhões de reais), considerados os negócios realizados nos últimos 12 (doze) meses, observado o disposto no Art. 86."

³⁰ "3.5 Percentual Mínimo de Ações em Circulação. A companhia deve manter ações em circulação em percentual correspondente a, no mínimo: (i) 20% (vinte por cento) do capital social; ou (ii) 15% (quinze por cento) do capital social, desde que o volume financeiro médio diário de negociação das ações da companhia se mantenha igual ou superior a R\$20.000.000,00 (vinte milhões de reais), considerados os negócios realizados nos últimos 12 (doze) meses."

- sua recomposição, as quais também deverão ser objeto de análise pelo Conselho de Administração; ou
- (ii) Ocorra saída do segmento especial e subsequente negociação das ações no segmento básico ou mesmo no mercado de balcão organizado ou não organizado.

5.5. Alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado

Os membros do Conselho de Administração deverão se posicionar a respeito das alternativas à aceitação da OPA, seja para rejeitá-la – considerando as perspectivas para a companhia, expectativas sobre alienação ou aquisição de ativos estratégicos, captação de recursos, alterações planejadas para a administração, redirecionamento estratégico e planos divulgados pelo ofertante, entre outros – seja para considerar a hipótese de formulação de uma OPA concorrente por outros ofertantes.

5.6. Outros pontos considerados pertinentes

O Conselho de Administração deve abordar, em seu parecer, outros pontos que considerar pertinentes e relevantes para os acionistas, tais como consequências econômicas da OPA para os administradores da companhia, como pagamentos extraordinários ou vencimento antecipado de opções de compra de ações.

Composição do Comitê de Auditoria

O RNM determina que as companhias listadas devem instalar comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, sendo vedada a participação “(...) de seus diretores, de diretores de suas controladas, de seu acionista controlador, de coligadas ou sociedades sob controle comum”, nos termos do art. 22, §3º do RNM³¹.

O dispositivo em referência tem por finalidade assegurar que os membros do comitê de auditoria tenham a necessária independência para o adequado desempenho de suas funções.

Nesse sentido, baseando-se em interpretação teleológica, a vedação aplicável à participação de diretores da companhia, de suas controladas, de seu controlador, de coligadas ou sociedades sob controle comum, com igual razão estende-se à participação do próprio controlador ou de pessoas subordinadas aos diretores de tais sociedades.

Com efeito, interpretação diversa poderia conduzir à indicação de membros do comitê de auditoria com potencial dificuldade de pautar sua atuação na imparcialidade e ceticismo esperados, porquanto sujeitos à influência de pessoas – ou mesmo integrantes de áreas – cujas decisões e atividades deveriam ser por eles próprios avaliadas e supervisionadas.

Especialmente em decorrência da inclusão de profissionais que atuam em áreas responsáveis pelas atividades indicadas no art. 22, inciso IV do RNM³². Exemplificativamente, não é admitida a inclusão de profissionais ligados à área de controladoria e contabilidade das companhias, cujo reporte final seria o

³¹ “Art. 22 (...) §3º É vedada a participação, como membros do comitê de auditoria da companhia, estatutário ou não estatutário, de seus diretores, de diretores de suas controladas, de seu acionista controlador, de coligadas ou sociedades sob controle comum”.

³² “Art. 22 A companhia deve instalar comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve: (...) IV - ser responsável por:

- a) opinar na contratação e destituição dos serviços de auditoria independente;
- b) avaliar as informações trimestrais, demonstrações intermediárias e demonstrações financeiras;
- c) acompanhar as atividades da auditoria interna e da área de controles internos da companhia;
- d) avaliar e monitorar as exposições de risco da companhia;
- e) avaliar, monitorar, e recomendar à administração a correção ou aprimoramento das políticas internas da companhia, incluindo a política de transações entre partes relacionadas; e
- f) possuir meios para recepção e tratamento de informações acerca do descumprimento de dispositivos legais e normativos aplicáveis à companhia, além de regulamentos e códigos internos, inclusive com previsão de procedimentos específicos para proteção do prestador e da confidencialidade da informação”.

próprio diretor financeiro, cujas demonstrações financeiras por ele elaboradas devem ser avaliadas pelo comitê de auditoria, nos termos do art. 22, inciso IV, alínea 'b' do RNM.

Dessa forma, esclarece-se que não será permitida a participação no comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, de qualquer profissional que não possua a necessária independência para o exercício da função (ainda que meramente na qualidade de ouvinte relacionado a pessoas cuja participação seja vetada), em especial pela sua caracterização como acionista controlador ou pela existência de relação de subordinação com qualquer pessoa que, por força do disposto no art. 22, §3º do RNM, esteja impedida de ocupar o cargo.

Divulgação de Ato ou Fato Relevante ao Mercado Durante a Sessão de Negociação

1. Divulgações durante o Pregão

O Regulamento de Emissores, nos termos do art. 44³³, estabelece a obrigação de dar conhecimento de atos ou fatos relevantes à B3 e ao mercado (i) com antecedência mínima de 30 (trinta) minutos em relação à abertura do pregão; ou (ii) após o encerramento do pregão.

Nesse sentido, visando a garantir a disseminação uniforme do conteúdo veiculado por meio de fatos relevantes, a divulgação das informações deve ocorrer, sempre que possível, fora do horário de negociação, como determina o art. 5º, §1º da Resolução CVM nº 44/2021³⁴.

Entretanto, o art. 5º, §2º da Resolução CVM nº 44/2021³⁵ autoriza que o diretor de relações com investidores requeira a suspensão da negociação com ações da

³³ "Art. 44 Nos seguintes casos, o Emissor Listado deverá dar conhecimento de atos ou fatos relevantes à B3 e ao mercado (i) com antecedência mínima de 30 (trinta) minutos em relação à abertura do Pregão; ou (ii) após o encerramento do Pregão:

"I. Ações e Units lastreadas em ações;

"II. Cotas de Fundos Admitidas à Negociação em Mercado de Bolsa.

"§ 1º. As regras desta Seção aplicam-se aos Emissores de BDRs Patrocinados Nível II e III com lastro em ações, naquilo que não forem incompatíveis com as disposições aplicáveis nos países em que emitidos os valores mobiliários respectivos.

"§ 2º. Esta Seção também se aplica às divulgações ao mercado, realizadas por Fundos, quando tratem de modificações de Oferta de Distribuição, com potencial impacto na negociação de valores mobiliários Admitidos à Negociação"

³⁴ "Art. 5º A divulgação de ato ou fato relevante deve ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

"§1º Caso os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação simultânea em mercados de diferentes países, a divulgação do ato ou fato relevante deve ser feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro."

³⁵ "Art. 5º (...) § 2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores pode solicitar, sempre simultaneamente às entidades administradoras dos mercados, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante, observados os procedimentos previstos nos regulamentos editados pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado sobre o assunto."

companhia, caso se faça imprescindível a divulgação do fato relevante no curso do pregão.

A Resolução CVM nº 135/2022 prevê que os normativos das entidades administradoras de mercado devem prescrever regras para reger a suspensão da negociação, devendo-se considerar, dentre outras, a hipótese prevista no art. 96, §1º, inciso IV, quando *“houver a necessidade de divulgação de ato ou fato relevante durante o horário de negociação, estipulando prazos e medidas de natureza prévia que devem ser observados pelos emissores para possibilitar a avaliação pela entidade administradora de mercado organizado da necessidade da suspensão da negociação para a disseminação da informação relevante”*.

Com efeito, quando se fizer absolutamente necessário que tal divulgação ocorra durante o pregão, o emissor deverá contatar a B3, previamente à efetiva divulgação, e observar os procedimentos para divulgação de fato relevante, a forma de interação entre o emissor e a B3, bem como o período de suspensão da negociação, aplicáveis a todas as companhias listadas na B3, nos termos do art. 45 do Regulamento de Emissores³⁶. O não atendimento da norma configura descumprimento ao Regulamento de Emissores e poderá ensejar a aplicação de sanções no contexto de processo de *enforcement*.

Orienta-se que, em caso de necessidade de contato para suspensão da negociação para divulgação de fato relevante durante o pregão, o emissor realize ligação telefônica para a DIE da B3, por meio do número **+55 11 2565-6063**.

³⁶ “Art. 45 Nos casos excepcionais em que for absolutamente necessária a divulgação de fato relevante durante a sessão de negociação, inclusive na hipótese de perda de controle sobre o sigilo da informação, o Emissor de que trata o artigo anterior deverá, previamente à efetiva divulgação, contatar a Diretoria de Emissores da B3, por meio de telefonema ao número indicado em material de orientação disponível no website da B3.

“§ 1º. A B3, na mesma ligação telefônica mencionada no caput:

“I. se durante o Pregão, suspenderá a negociação dos valores mobiliários, comunicando tal suspensão ao Emissor, que deverá, no prazo de 10 (dez) minutos, divulgar o fato relevante ao mercado; e

“II. se durante o After Market, determinará a realização de leilão, comunicando tal providência ao Emissor, para que este possa proceder à divulgação do fato relevante.

“§ 2º. A B3 divulgará ao mercado as decisões tomadas nos termos do parágrafo anterior, conforme aplicável, sendo que a duração da providência, bem como, em caso de suspensão, os procedimentos aplicáveis até a eventual reabertura da negociação, estão disciplinados no Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação.

“§ 3º. A depender das informações prestadas pelo Emissor, a B3 poderá não adotar o procedimento neste artigo, caso verifique que sua implementação poderá ser prejudicial ao funcionamento hígido, justo, regular e eficiente dos Mercados Organizados por ela administrados.”

Uma vez recebida a ligação, a B3 suspenderá a negociação dos respectivos valores mobiliários, comunicando a efetivação da suspensão na mesma ligação telefônica. Efetivada a suspensão da negociação dos valores mobiliários, o emissor, na mesma ligação, será informado pela Diretoria de Emissores da B3 de que deverá divulgar o fato relevante dentro do intervalo de 10 minutos, contados da suspensão.

Os procedimentos descritos acima podem ser resumidos no fluxograma a seguir.

Divulgação de Fato Relevante durante a Sessão de Negociação Interação entre o Emissor e a Diretoria de Emissores da B3



* Comunicação da suspensão pela B3 ao Emissor e ao mercado, com indicação do intervalo de 10 minutos para divulgação do Fato Relevante.

A depender do período da sessão de negociação impactado pela divulgação ou comunicação de fato relevante, a B3 adotará os procedimentos específicos descritos no [Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação](#) da B3. Além disso, para mais informações sobre os critérios para a suspensão da negociação consulte o [Regulamento de Negociação](#) da B3.

2. Divulgação Simultânea prevista no Segmento do Novo Mercado

No que diz respeito às companhias listadas no Novo Mercado, além de observarem o referido ofício, devem atender ao art. 27³⁷ do RNM, segundo o qual a companhia deve divulgar, em inglês, simultaneamente à respectiva divulgação

³⁷ "Art. 27 A companhia deve divulgar, em inglês, simultaneamente à respectiva divulgação em português: I – fatos relevantes; II – informações sobre proventos, por meio de avisos aos acionistas ou comunicados ao mercado; e III – comunicação de seus resultados (press release de resultados). Parágrafo único. Caso a divulgação de fato relevante decorra de informação que escape ao controle da companhia ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de sua emissão, a divulgação em inglês poderá ocorrer até o dia útil seguinte à divulgação em português."

em português, (i) fatos relevantes; (ii) informações sobre proventos, por meio de avisos aos acionistas ou comunicados ao mercado; e (iii) comunicação de seus resultados (*press release* de resultados).

Ademais, nos termos do parágrafo único do referido artigo, caso a divulgação de fato relevante decorra de informação que escape ao controle da companhia ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de sua emissão, a divulgação em inglês poderá ocorrer até o dia útil seguinte à divulgação em português.

Política e Estruturas de Gerenciamento de Riscos, Controles Internos e Compliance

1. Apresentação

O RNM, em seu art. 34, dispõe que a política de gerenciamento de riscos deve contemplar, no mínimo, os processos e, em cada caso, os responsáveis pela identificação, pela avaliação e pelo monitoramento de riscos relacionados à companhia ou seu setor de atuação, tais como riscos estratégicos, operacionais, regulatório, financeiro, político, tecnológico e ambiental.

2. Modelo das Três Linhas de Defesa

O Novo Mercado estrutura os requisitos pertinentes à fiscalização e controle da companhia (Seção VIII do Capítulo I do RNM) inspirado no modelo das três linhas de defesa do **Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission** – COSO³⁸.

Nesse contexto, as companhias devem dispor de uma **primeira linha de defesa**, compreendendo os usuários e gestores dos processos, diretamente responsáveis pela detecção de riscos e implementação de controles no cotidiano das atividades que executam.

Além disso, a companhia deve contar com uma **segunda linha de defesa** que ofereça *expertise*, estabeleça processos e desenvolva ferramentas de monitoramento e supervisão, de forma a respaldar o gerenciamento de riscos executado pela primeira linha de defesa, bem como assegurar-lhe efetividade e conformidade com as normas e recomendações aplicáveis.

Importante mencionar que, embora a segunda linha possa reportar à diretoria executiva, não se admite a acumulação com atividades operacionais, conforme o

³⁸ Nos termos do Edital da Segunda Fase de Audiência Pública, de 06/01/2017, que resultou no RNM: “A obrigação de se dispor de uma área responsável especificamente pela função de compliance, ainda que transitoriamente acumulada com a função de auditoria interna, foi substituída pela **obrigação de se implantar as funções de conformidade, controles internos e riscos, sendo vedada apenas a sua acumulação com atividades operacionais, conferindo mais flexibilidade para a implantação das 3 (três) linhas de defesa previstas pelo Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO)**.” (Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/E7/96/C3/4F/89D68510AA6F5585790D8AA8/Edital-Segunda-Fase-Audiencia-Publica.pdf>. Destacou-se, itálico no original)

art. 24 do RNM³⁹, uma vez que tais áreas careceriam da isenção necessária para executar as suas funções de gerenciamento de risco. Desse modo, a segunda linha frequentemente se estrutura em área(s) autônoma(s) de *compliance*, controles internos e riscos corporativos.

Por último, faz-se necessário que a companhia tenha, como **terceira linha de defesa**, uma auditoria interna própria ou terceirizada, precipuamente responsável por aferir a qualidade e a efetividade dos processos de gerenciamento de riscos, controle e governança da companhia, com reporte ao conselho de administração, diretamente ou por meio do comitê de auditoria, para que lhe seja assegurada objetividade e independência no desempenho de suas funções, nos termos do art. 23 do RNM⁴⁰.

Sem prejuízo disso, a diretoria, o conselho de administração e o comitê de auditoria, conquanto não integrem as três linhas de defesa, possuem atribuições próprias essenciais no âmbito dos processos de gerenciamento de riscos, controles internos e *compliance*. Com efeito, a alta administração deve estabelecer os objetivos da organização e as estratégias para alcançá-los, instituindo, monitorando e suportando as estruturas de governança apropriadas⁴¹.

³⁹ “Art. 24 A companhia deve implantar funções de *compliance*, controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais. Parágrafo único. Para os fins deste dispositivo, consideram-se atividades não operacionais, entre outras, as desenvolvidas pelas áreas jurídica, de controladoria, de auditoria interna e de relações com investidores”.

⁴⁰ “Art. 23 A companhia deve dispor de área de auditoria interna própria: I – cujas atividades sejam reportadas ao conselho de administração diretamente ou por meio do comitê de auditoria; II – que possua atribuições aprovadas pelo conselho de administração; III – que tenha estrutura e orçamento considerados suficientes ao desempenho de suas funções, conforme avaliação realizada pelo conselho de administração ou pelo comitê de auditoria ao menos uma vez ao ano; e IV – que seja responsável por aferir a qualidade e a efetividade dos processos de gerenciamento de riscos, controle e governança da companhia. Parágrafo único. Alternativamente à constituição de área própria de auditoria interna, a companhia poderá contratar auditor independente registrado na CVM, responsável por essa função.”

⁴¹ Nesse sentido, pode-se mencionar, por exemplo, as competências mínimas do comitê de auditoria requeridas pelo Novo Mercado – incluindo as de acompanhar as atividades da auditoria interna e da área de controles internos da companhia, e de avaliar e monitorar as exposições de risco da companhia (art. 22, IV, “c” e “d”, do Regulamento) –, bem como a responsabilidade do conselho de administração em aprovar as atribuições da auditoria independente e, diretamente ou por meio do comitê de auditoria, avaliar, ao menos anualmente, a suficiência da estrutura e orçamento da referida área para o adequado desempenho de suas funções (art. 23, II e III do Regulamento).

3. Conteúdo da Política de Gerenciamento de Riscos

Nos termos do art. 34 do RNM, a política de gerenciamento de riscos da companhia deve descrever “os processos e, em cada caso, os responsáveis pela identificação, pela avaliação e pelo monitoramento de riscos relacionados à companhia ou seu setor de atuação (...)”.

Para tanto, a política deve abordar a estrutura, as atribuições e os relacionamentos hierárquicos de cada órgão, comitê, área ou estruturas similares, envolvidos nos processos de gerenciamento de riscos, controles internos e *compliance*, contemplando-se as três linhas de defesa indicadas, bem como os órgãos da administração e seus comitês de assessoramento.

Vale destacar que se tem observado a apresentação de políticas que não abordam um ou mais componentes da estrutura ou que o fazem, mas sem revelar o modo como se posicionam e se relacionam dentro da estrutura organizacional da companhia. Verificou-se também a sobreposição entre as linhas de defesa em certas políticas, em prejuízo da isenção necessária ao desempenho adequado das atividades de cada área, em desalinhamento com o RNM e o modelo do COSO.

Diante disso, cumpre esclarecer que se faz necessário a indicação clara das relações hierárquicas de cada área (preferencialmente por meio da inclusão de um organograma), a fim de demonstrar as linhas de reporte e evidenciar os mecanismos que lhes assegurem, conforme o caso, o grau necessário de independência.

Por fim, destaca-se que as companhias devem, no item pertinente aos “Recursos Humanos” do Formulário de Referência, discriminar o número de empregados envolvidos nas atividades de auditoria interna, *compliance*, controles internos e riscos corporativos, com o intuito de demonstrar o porte e o efetivo funcionamento das áreas em questão.

4. Ofício Circular nº 49/2021-PRE

Apesar de o Novo Mercado prever a necessária criação das mencionadas estruturas de fiscalização e controle, bem como a necessidade de confeccionar, dentre outras, a política supramencionada, em vista da elevada demanda de pedidos de listagem ao longo dos anos de 2020 e 2021, a B3 identificou que as companhias enfrentavam um desafio especial na organização destas estruturas e

confeccção das políticas em paralelo a conduccão das reuniões para captaçãõ de investidores e preparaçãõ dos demais documentos exigidos pela regulamentaçãõ para obtençãõ de registro de companhia aberta e realizaçãõ do IPO.

Diante disso, foi divulgado, em 13.05.2021, o Ofício Circular nº 49/2021-PRE ("OC 49")⁴², voltado às companhias que pretendiam se listar no Novo Mercado, de forma a diferir o cumprimento de determinadas normas do segmento, que podiam ser consideradas custosas às companhias, especialmente àquelas fechadas e de menor porte.

A B3 permitiu, portanto, por meio do OC 49, que as companhias obtivessem prazo adicional para se adaptarem "(...) à Subseccãõ III da Seccãõ VII, bem como às Seccões VIII e X do Regulamento, ressalvados: (i) o art. 22, porquanto se considera imprescindível que as companhias, desde a listagem, contem com um Comitê de Auditoria, inclusive para lhes auxiliar no processo de posterior estruturaçãõ das demais áreas de fiscalizaçãõ e controle, assim como na elaboraçãõ das políticas corporativas; e (ii) o art. 31 e inciso V do art. 32, tendo-se em vista que o Código de Conduta e a Política de Negociaçãõ de Valores Mobiliários sãõ documentos particularmente relevantes exigidos desde a versãõ anterior do Regulamento".

A adaptaçãõ integral ao RNM, nos termos do OC 49, possui prazo máxímo de 12 meses, contados da data de início de negociaçãõ. Visando a fornecer o adequado *disclosure* aos investidores, as companhias que utilizem o prazo concedido, por meio do OC 49, devem, à luz de seus termos, "(...) indicar, com destaque, em seu formulário de referênciã (notadamente, os fatores de risco e sinalizaçãõ das estruturas pendentes na descriçãõ dos controles internos) e na documentaçãõ da oferta (prospecto, fato relevante, aviso ao mercado e aviso de encerramento), as estruturas e os documentos que ainda estãõ em fase de implantaçãõ/elaboraçãõ ou aprimoramento para aderir integralmente ao Novo Mercado, bem como os prazos previstos em seu cronograma de trabalho para conclusãõ da adaptaçãõ".

Orienta-se que as companhias, conforme aplicável, observem os prazos indicados no referido ofício. O OC 49 foi elaborado em caráter experimental, contemplando prazo de duraçãõ de 24 meses, automaticamente renovado por períodos de 12 meses, caso a B3 não o revogue. Com efeito, na eventualidade de a B3 revogá-lo,

⁴² O Ofício nº 49/2021-PRE pode ser acessado em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-orientadora/interpretacoes.htm.

[B]³

será sinalizado, na ocasião, o tratamento a ser dispendido às companhias que estiverem, naquele momento, em processo de listagem.

Política de Transações com Partes Relacionadas

O RNM, em seu art. 35, dispõe que a política de transações com partes relacionadas (“Política de TPR”) deve contemplar, no mínimo:

- I. os critérios que devem ser observados para a realização de transações com partes relacionadas;
- II. os procedimentos para auxiliar a identificação de situações individuais que possam envolver conflitos de interesses e, conseqüentemente, determinar o impedimento de voto com relação a acionistas ou administradores da companhia;
- III. os procedimentos e os responsáveis pela identificação das partes relacionadas e pela classificação de operações como transações com partes relacionadas; e
- IV. a indicação das instâncias de aprovação das transações com partes relacionadas, a depender do valor envolvido ou de outros critérios de relevância.

Assim, primeiramente, a Política de TPR deve indicar as condições a serem observadas para a realização de tais transações, nos termos do art. 35, inciso I, do RNM e conforme definição contida no Pronunciamento Contábil CPC 05 (R1)⁴³.

Além disso, deve-se também descrever os fluxos e procedimentos adotados para identificar e classificar as transações (art. 35, inciso III, do RNM), sendo que tal classificação deve ser realizada com base em critérios pré-definidos de relevância (*e.g.* tipo de parte relacionada, valor envolvido e realização ou não no curso regular dos negócios), a fim de que a transação seja submetida à aprovação da instância adequada (art. 35, inciso IV, do RNM).

Em outros termos, é pressuposto da adoção de uma Política de TPR que exista correlação entre o grau de relevância de uma transação com parte relacionada e a alçada competente para aprová-la, no sentido de assegurar observância das condições impostas pela política e pela legislação e regulamentação aplicáveis.

Nesse sentido, cumpre esclarecer que não atendem aos requisitos do Novo Mercado as políticas que meramente enunciam princípios gerais relacionados à necessidade de comutatividade e equidade das transações, sem definir, por exemplo: **(i)** quando as transações podem ser aprovadas pela diretoria e quando

⁴³ Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>

precisariam ser submetidas à deliberação do conselho de administração ou, eventualmente, da assembleia geral⁴⁴; **(ii)** os responsáveis por dar o regular encaminhamento ao processo de aprovação, respeitando-se o grau de formalização exigido, as alçadas aplicáveis e a eventual necessidade de pareceres prévios; e **(iii)** os responsáveis por fiscalizar a adequação das transações celebradas às diretrizes da política.

Sem prejuízo disso, e em linha com a descrição das instâncias de aprovação, destaca-se, também, que a política deve estabelecer os procedimentos para auxiliar a identificação de situações individuais que possam envolver conflitos de interesses e, conseqüentemente, determinar o impedimento de voto com relação a acionistas ou administradores da companhia.

Ademais, tem-se observado a apresentação de Políticas de TPR (ou mesmo de estatutos sociais) que, embora possam cumprir os requisitos acima, restringem indevidamente o alcance da política, seja limitando o conceito de transações com partes relacionadas, seja prevendo hipóteses de isenção de aplicação dos procedimentos previstos.

Nesse particular, destaca-se que o estabelecimento de uma Política de TPR visa a estruturação de procedimentos destinados a mitigar situações de conflitos de interesse e assegurar que tais transações ocorram de forma comutativa, em condições de mercado e no melhor interesse da companhia. Especificamente nos casos em que inexistem maiorias distintas que deliberem de forma independente e no interesse de cada companhia, tais procedimentos são particularmente necessários.

Nesse sentido, o art. 245 da LSA⁴⁵ impõe que operações envolvendo sociedades coligadas, controladoras ou controladas devem observar *“condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado”*, sob pena de responsabilidade dos administradores.

⁴⁴ Recorda-se que a Lei 14.195/2021 alterou a LSA para prever como competência privativa da assembleia geral a deliberação, *“(…) quando se tratar de companhias abertas, sobre a celebração de transações com partes relacionadas, a alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado”* (art. 122, inciso X da LSA).

⁴⁵ “Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.”

Assim, companhias que contemplem, em suas Políticas de TPR, exceções a procedimentos nelas estabelecidos, por exemplo, operações entre a companhia e controladas, ou entre diferentes controladas, com os parâmetros exigidos pelo Novo Mercado e com os deveres que a lei impõe aos administradores da companhia estão sujeitas a exigências no âmbito do processo de listagem.

Por outro lado, é natural que algumas transações entre partes relacionadas não sejam submetidas aos termos da Política de TPR, como, por exemplo, aquelas realizadas com subsidiárias integrais da companhia; ou com regime próprio de aprovação, como a remuneração paga aos administradores nos limites deliberados em assembleia geral.

Reorganização Societária

1. Introdução

A B3 tem constatado um crescente número de casos e consultas envolvendo a discussão sobre a aplicabilidade do art. 46 do RNM, que dispõe o seguinte:

*"Art. 46 Na hipótese de reorganização societária que envolva a transferência da base acionária da companhia, as sociedades resultantes devem pleitear o **ingresso no Novo Mercado** em até 120 (cento e vinte) dias da data da assembleia geral que deliberou a referida reorganização.*

***Parágrafo Único.** Caso a reorganização envolva sociedades resultantes que não pretendam pleitear o **ingresso no Novo Mercado**, a maioria dos titulares das **ações em circulação da companhia** presentes na assembleia geral deve dar anuência a essa estrutura." (negrito no original)*

Em especial, verificou-se a existência de incerteza quanto à sujeição, ao regime do dispositivo em questão, de operações em que, sem ser por meio de fusão, cisão ou incorporação, ativos são apartados da companhia listada no Novo Mercado e entregues, no todo ou em parte, aos mesmos acionistas, mas sob uma estrutura organizacional distinta e alheia ao segmento de listagem. Incluem-se nesses casos operações de redução de capital com entrega de ativos e operações de distribuição de dividendos *in natura*.

Com o intuito de orientar os emissores e assessores legais acerca do objetivo do referido dispositivo e consequente cumprimento adequado do RNM, bem como conferir maior previsibilidade e segurança jurídica ao mercado de capitais brasileiro, a B3 editou esta seção.

2. Interpretação

2.1. Conceito de Reorganização Societária

Inicialmente, cumpre destacar que o conceito de "reorganização societária" não é definido pela lei ou regulamentação. A LSA sequer utiliza a palavra reorganização.

Ainda que por vezes o conceito de reorganização societária seja, inicialmente, associado às espécies disciplinadas no Capítulo XVIII da LSA – isto é,

transformação, incorporação, fusão e cisão total ou parcial –, em momento algum, a lei limita a reorganização a tais operações.

Desse modo, resta claro que a expressão, tanto na acepção comum, quanto na sua aplicação técnica, alcança outros tipos de operação.

Com efeito, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2017/500 (“Caso Battistella”), reconheceu, nos termos do voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, a existência de uma pluralidade de meios aptos à consecução de uma reorganização societária:

“32. A Lei nº 6.404/1976 regula uma série de negócios jurídicos, estabelecendo um regramento próprio para cada um. Embora o conceito de reorganização societária seja usualmente empregado para se referir às quatro espécies de negócios regulados no Capítulo XVIII da lei societária – transformação, incorporação, fusão e cisão – **outros negócios jurídicos também podem ser, e comumente são utilizados em operações de reorganização, aqui entendidas em uma acepção lata, inclusive produzindo resultados similares àqueles que são alcançados por meio das figuras típicas antes mencionadas.**” (destacou-se).

Naquele caso, o cerne da discussão consistia, simplificada e resumidamente, em determinar se a escolha da companhia por realizar uma redução de capital com entrega de ativos, ao invés de uma cisão, poderia representar desvio de finalidade e abuso do poder de controle, em vista dos direitos potencialmente subtraídos dos acionistas (*e.g.* direito de retirada via exercício do recesso). O Colegiado entendeu que, como a lei societária estabelece requisitos substancialmente distintos para cada instituto, a escolha de um ou outro negócio jurídico, que permitam alcançar resultados funcionalmente equivalentes, cabe aos particulares, e não à CVM.

O RNM não estabelece regimes distintos para cada instituto (cisão e redução de capital, por exemplo): apresenta uma regra geral, aplicável a qualquer operação em que se verifique a ocorrência de dado efeito, qual seja, a “transferência da base acionária”. No próprio Caso Battistella, o Diretor Relator reconheceu, em tese, a possibilidade e os méritos dessa forma alternativa de regulação, baseada em efeitos:

“35. **A lei societária poderia ter trilhado um caminho diferente, estabelecendo requisitos em função dos efeitos que se pretende produzir em uma operação**, independentemente do seu nomen iuris, em vez de consagrar institutos diversos, sujeitos a regimes específicos. Creio que existem **bons argumentos para se defender uma abordagem funcional, que parece mais efetiva na perspectiva de proteção dos direitos dos acionistas**, sobretudo os minoritários, muito embora reconheça que cada opção legislativa tem vantagens e desvantagens, (...)”. (destacou-se)

Por sua vez, a Diretora Flavia Perlingeiro complementou a análise, qualificando, em concreto, o art. 46 do RNM como uma dessas regras em que o elemento de maior relevância é o resultado produzido pela operação, independentemente de sua designação específica:

“19. Observe-se que, com relação às companhias listadas no Novo Mercado, **o Regulamento do Novo Mercado dá tratamento mais abrangente à questão das reorganizações societárias**, estabelecendo que, em hipótese que envolva a transferência da base acionária da companhia (**sem se referir apenas a fusões, incorporações ou cisões**), as sociedades resultantes devem pleitear o ingresso no Novo Mercado, em até 120 dias da data da assembleia geral (...)”. (destacou-se)

Dessa forma, considera-se que, para os fins do RNM, o conceito de reorganização societária não se restringe às mencionadas hipóteses disciplinadas pela LSA⁴⁶, devendo, ao contrário, abranger qualquer operação ou conjunto de operações que possam produzir o efeito que a norma pretende evitar, ou seja, a transferência, sem anuência do *Free Float*, da base acionária para sociedades que não sejam listadas e não possam ou pretendam se listar no Novo Mercado.

2.2. Transferência de Base Acionária

O conceito de transferência de base acionária abrange qualquer operação em que o acionista passa a ter parte ou totalidade do seu investimento, anteriormente detido por meio da companhia listada no Novo Mercado, detido por qualquer outro meio.

⁴⁶ Nesta mesma linha, José Engrácia Antunes, destacando as situações de negociação de transmissão empresarial, afirma que “(...) a fusão e a cisão, constituindo exemplos mais conhecidos e importantes, estão longe de esgotar a imensa panóplia das operações de reorganização societária aptas a funcionar como mecanismo negociais da transmissão empresarial indireta (...)”. (ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objecto de negócios – ‘asset deals’ versus ‘share deals’. Revista da Ordem dos Advogados, vol 2/3, n.º 68, 2008. pp. 740)

A esse respeito, cumpre esclarecer que a transferência, para os acionistas, da propriedade de veículo que concentra ativos da companhia corresponde à própria transferência da base acionária da companhia para o veículo em questão, mesmo que tal base acionária subsista em ambas as estruturas, de forma total ou parcialmente “espelhada”.

Em um cenário limite, a companhia, após transferências substanciais de seu ativo, poderia permanecer como “casca” no Novo Mercado, ao passo que as operações continuariam normalmente em outra estrutura, com os mesmos acionistas, mas sem as proteções do segmento de listagem.

Por esse motivo, para os fins do RNM, considera-se como “transferência da base acionária” qualquer evento pelo qual o investimento dos acionistas – seja ele consubstanciado em participação acionária ou nos ativos a que esta participação se refere –, seja migrado de uma companhia de Novo Mercado para um veículo de investimento ou valor mobiliário que não se sujeite ao RNM.

2.3. Sociedades Resultantes

Em relação ao conceito de “sociedades resultantes”, cabe esclarecer que abrange qualquer veículo para o qual seja transferida a base acionária, independentemente de ser uma sociedade ou fundo de investimento, do local e do momento de sua constituição.

Oportuno esclarecer que, mesmo em casos típicos de reorganização, como as incorporações, é possível que a companhia de Novo Mercado, ou parcela dela, seja incorporada por sociedade pré-existente que não pertença ao segmento. A circunstância temporal em que ocorreu a constituição da incorporadora não impacta o racional normativo no sentido de que, salvo anuência específica do *Free Float*, os acionistas têm direito a permanecer no Novo Mercado.

Portanto, para os fins do RNM, a expressão “sociedades resultantes” abarca aquelas que continuam existindo após a reorganização societária, sendo irrelevante se foram constituídas previamente ou para esta finalidade específica.

3. Supervisão e *Enforcement*

Considerando o acima exposto, a B3 realizará a supervisão e *enforcement* do cumprimento art. 46 do RNM, visando à preservação dos princípios que regem o Novo Mercado e à proteção dos direitos assegurados pelo segmento aos acionistas minoritários das companhias nele listadas.

Nesse sentido, quaisquer operações de reorganização societária, que envolvam a transferência da base acionária da companhia, independentemente da forma adotada (inclusive mediante a entrega de ativos aos acionistas, por meio de dividendos *in natura*, redução de capital ou outras operações), poderão ser individualmente analisadas pela B3, a fim de se verificar o cumprimento do art. 46 do RNM.

Regra de Votação das Ações Preferenciais no Nível 2

1. Histórico de criação do Nível 2

No ano 2000, quando a B3 (então Bovespa) criou os segmentos diferenciados de governança corporativa, previu que, no Nível 2, os estatutos deveriam conferir às ações preferenciais direito de voto, no mínimo, em determinadas situações consideradas particularmente importantes, como nos casos de "transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia" (item 4.1.vi, a⁴⁷ do RN2).

Cumprir destacar que, à época, eram frequentes as companhias que, inclusive por questões regulatórias, emitiam ações preferenciais sem direito a voto (as quais, antes da reforma da Lei 6.404/76, ocorrida em 2001, podiam somar até 2/3 do total de ações emitidas). Assim, muito embora se tenha adotado, como paradigma de melhor governança, o modelo de "uma ação, um voto" do Novo Mercado, contemplou-se, por meio do Nível 2, uma solução intermediária, voltada a viabilizar a adaptação posterior ao preceito. É o que esclarece Maria Helena Santana:

"Para garantir que todas elas tivessem um caminho a percorrer em direção ao patamar de governança corporativa demandado pelos investidores, foram criados também os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2. **Estes dois segmentos intermediários entre o mercado tradicional da BOVESPA e o Novo Mercado têm por fim funcionar como degraus, facilitando a adaptação gradual das companhias já listadas nos casos em que a migração direta para o nível máximo não seja considerada viável**". (SANTANA, Maria Helena. O Novo Mercado. In.: Focus 5 – Novo Mercado and its Followers. The World Bank Group, Junho de 2006. p. 12, destacou-se)."

Com o tempo, os padrões de governança dos segmentos especiais se mostraram essenciais para os investidores e, conseqüentemente, para a obtenção da melhor precificação possível no contexto da abertura de capital. Nesse sentido, a Ex-

⁴⁷ "4.1 As Companhias listadas no Nível 2 de Governança Corporativa devem observar as seguintes exigências: (...) (vi) **que as ações preferenciais emitidas deverão conferir direito de voto, no mínimo, nas seguintes matérias:** (a) **transformação, incorporação, fusão ou cisão da Companhia**; (b) aprovação de contratos entre a Companhia e o Acionista Controlador, diretamente ou por meio de terceiros, assim como de outras sociedades nas quais o Acionista Controlador tenha interesse, sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em Assembleia Geral; (c) avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da Companhia; (d) escolha de instituição ou empresa especializada para determinação do Valor Econômico da Companhia, conforme item 10.1.1; e (e) alteração ou revogação de dispositivos estatutários que alterem ou modifiquem quaisquer das exigências previstas neste item 4.1, ressalvado que esse direito a voto prevalecerá enquanto estiver em vigor o Contrato de Participação no Nível 2 de Governança Corporativa." (Destacou-se)

Diretora da CVM Luciana Dias, em 2014, registrou que o comprometimento com o direito de voto em determinadas matérias foi o que, em certa medida, possibilitou que companhias com ações preferenciais fossem a mercado:

"36. Somente uma parcela pequena das companhias que foram ao mercado pela primeira vez nos últimos 10 anos optou pela emissão de ações sem direito a voto. Esses casos, em geral, são circunstanciados e justificados pelo setor de atuação da companhia ou por alguma característica que lhe é peculiar.

*37. **Mesmo as poucas companhias que conseguiram ir a mercado com ações preferenciais tiveram que se comprometer com uma série de mecanismos de governança. Parte desses mecanismos vem das regras do Nível 2, que atribuem às ações preferenciais direito de voto em certas deliberações e direito de participar da oferta pública por alienação de controle. Mas, uma parte importante dessas proteções nasceu da necessidade dessas empresas provarem ter boa governança, apesar de terem ações preferenciais**". (Processo CVM nº RJ2013/5993, julgado em 31.01.2014 - Destacou-se).*

Além disso, vale mencionar que o RN2 foi reformado em 2011 e passou por uma tentativa de reforma em 2017, não suscitando em nenhum momento questionamentos ou recomendações sobre o item 4.1.vi.a em comento, que, assim, manteve-se inalterado desde sua concepção.

2. Discussão

Verificou-se a existência de discussão sobre o alcance do direito a voto dos acionistas titulares de ações preferenciais, especificamente com relação à hipótese de incorporação da companhia.

Foi exarado entendimento no sentido de que *"[a]pós consultar especialistas em direito brasileiro, está claro para nós que a combinação de negócios proposta não pode ser implementada sem a aprovação da maioria dos titulares de ações ordinárias da Companhia. Reconhecemos o direito de voto restrito em determinadas matérias atribuído aos titulares de ações preferenciais conforme previsto no Estatuto Social da Companhia e no Regulamento do Nível 2 da B3. No entanto, não se pode admitir que tal direito restrito possa compelir a maioria das ações com direito a voto a acatar a vontade das ações sem direito a voto, as quais não possuem qualquer dos deveres e responsabilidades dos acionistas com direito a voto"*⁴⁸.

⁴⁸ Conforme correspondência da AES Holdings Brasil Ltda. divulgada, pela AES Tietê Energia S.A., por meio do fato relevante de 20/04/2020.

3. Interpretação

Em que pese a respeitável posição dos defensores da referida tese, a obrigatoriedade do direito ao voto para as ações preferenciais em companhias do Nível 2 não foi concebida para se aplicar apenas a casos circunscritos de reorganizações societárias envolvendo potencial abuso do poder de controle, ainda que esse seja um aspecto de notável importância.

Ao contrário, como exposto, **a edição do dispositivo insere-se em um contexto mais amplo, voltado a garantir representatividade ao acionista minoritário em assuntos de grande relevância na vida da companhia.** Isso, ao longo dos anos, foi percebido como medida salutar de governança corporativa para companhias que estabelecem restrições ao direito de voto.

O Nível 2, enquanto “último degrau” antes do Novo Mercado, determinou a concessão de direito de voto em algumas matérias relevantes aos titulares de ações preferenciais como forma de se aproximar, tanto quanto possível, do tratamento igualitário consubstanciado no princípio de “uma ação, um voto” do Novo Mercado⁴⁹.

Ademais, não se trata de permitir que acionistas “sem direito de voto” imponham sua vontade. Com efeito, a Lei 6.404/76, como regra geral, atribui direito a voto às ações preferenciais, mas, em seu art. 111, caput⁵⁰, admite que o estatuto suprima ou limite este direito.

Nesta linha, a doutrina esclarece que a restrição ao direito de voto deve alcançar hipóteses expressamente definidas e *“tratando-se de regra limitativa de direitos, deve ser interpretada restritivamente. Com relação a todas as demais hipóteses, os preferencialistas têm o direito de voto, em igualdade de condições com os ordinaristas”*⁵¹.

⁴⁹ “(...) No entanto, cabe um comentário a respeito do **principal objetivo pretendido com o conjunto específico de regras escolhido para o Novo Mercado.** Diante do que foi apontado nas entrevistas realizadas para o diagnóstico, **melhorar a governança corporativa no Brasil estava mais relacionado à equidade no tratamento a todos os acionistas** do que com a composição e práticas de conselho de administração”. (...) “Esse é o motivo pelo qual o regulamento de listagem do Novo Mercado não se concentra em disposições sobre independência do conselho de administração, por exemplo, **para dar maior destaque a medidas que garantem tratamento equitativo a todos os acionistas.**” (SANTANA, Maria Helena. *Ibidem*. p. 12, destacou-se)

⁵⁰ “Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.”

⁵¹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 630.

Assim, como o estatuto, por força do RN2, não pode restringir o voto das ações preferenciais na incorporação da companhia, a prerrogativa de votar alcança, em princípio (ressalvados eventuais impedimentos), qualquer incorporação. Nesse cenário, cada voto do preferencialista tem o mesmo valor do que aquele proferido pelo titular de ações ordinárias, devendo, igualmente, ser exercido no interesse da companhia nos termos da legislação societária.

Quanto à eventual inibição do poder de controle em matérias relevantes, não se trata de situação que decorre necessariamente do reconhecimento do direito em questão. Ao contrário, em um número significativo de companhias listadas no Nível 2, o acionista controlador administra sua estrutura de capital mantendo, para si, um número de ações ordinárias e preferenciais que, somadas, garantem-lhe mais de 50% de participação no capital social. E mesmo em casos nos quais a participação é inferior, não raro o controlador obtém percentual capaz de lhe propiciar preponderância na assembleia, a depender do grau de mobilização dos minoritários.

Dessa forma, compreende-se que são, essencialmente, as escolhas do próprio controlador relativamente (i) à adesão ao Nível 2 e realização das respectivas adaptações estatutárias; (ii) à estrutura de capital adotada pela companhia; e (iii) ao percentual de ações de cada espécie distribuídas ao mercado; que podem, eventualmente, ocasionar formas de mitigação do poder de controle, pela formação de outras maiorias contingentes. Esse fato, todavia, não poderia servir de pretexto ao cerceamento do direito de voto que o estatuto reconhece ao titular de ações preferenciais.

Ainda, cumpre acrescentar que também não prospera a tese de que o disposto no item 4.1.vi.a do RN2 se assemelha a um direito de veto ao acionista titular de ações preferenciais, porque, para tanto, o regulamento teria feito expressa menção à votação em assembleia especial, especificando, conforme o caso, os quóruns de instalação e deliberação.

Assim, caso ocorra convocação de assembleia geral extraordinária de acionistas de companhias listadas no Nível 2, para deliberação de matérias atinentes à transformação, incorporação, fusão ou cisão, votam, de maneira equitativa, todos os acionistas da companhia, sejam titulares de ações ordinárias ou preferenciais.

Renúncia de administradores e participação acionária de controladores

1. Divulgação da renúncia de administradores (art. 26)

Renúncias ou destituições de membros do Conselho de Administração ou de diretores estatutários, ocorridas após 02/01/2018, deverão ser divulgadas, por meio de **comunicado ao mercado** ou **fato relevante**, até o dia útil seguinte em que a companhia for comunicada da renúncia ou em que for deliberada a destituição.

2. Comunicação sobre participação acionária (art. 30)

A comunicação mensal à B3 da titularidade, pelo acionista controlador e pessoas vinculadas, de valores mobiliários de emissão da companhia deverá ser realizada no prazo de até 10 (dez) dias após o término de cada mês, **independentemente de ter havido movimentação no respectivo período.**

Flexibilização Regulatória

Diante do cenário de incertezas e impactos causados pelo Covid-19 no Brasil, a B3, por meio do Ofício Circular 005/2020-VOP de 07/04/2020 (“Ofício Circular 005”), sanou dúvidas e forneceu informações aos emissores listados, especialmente no que tange ao cumprimento de regras, prazos e procedimentos, bem como apresentou medidas para flexibilizar regras estabelecidas por seus regulamentos aos emissores listados.

Na ocasião, foram flexibilizadas obrigações previstas no Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários e nos Regulamentos.

Considerando o término, em 31/12/2020, do estado de calamidade pública estabelecido pelo Decreto Legislativo nº 6 de 2020, a B3 esclarece que, no âmbito dos Regulamentos, mantiveram-se as seguintes flexibilizações:

- a) Realização de reunião pública com analistas (no caso do Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa):** a B3 continuará considerando essa obrigação atendida quando realizada, exclusivamente, por meio de teleconferência.

- b) Calendário Anual:** permanece suspensa a obrigação de divulgação de comunicado ao mercado anteriormente à realização do evento, quando não for observado o prazo de antecedência mínima de 5 dias previsto nos RN1 e RN2, devendo ser observada a obrigação de reapresentação do Calendário Anual previamente ao evento.

Sumário de Ofícios Revogados

| Ofícios Revogados | Correspondência |
|--|--|
| 010/2023-DIE - Impactos da RCVM nº 168 ao NM, N2 e N1 | Pág. 23 |
| 009/2023-DIE - Aplicação do Artigo 12 parágrafo único e do Artigo 13 do Regulamento do Novo Mercado à luz da Resolução CVM nº 160 | Pág. 19 |
| 003/2023-DIE - Interpretação sobre o Art. 46 do Regulamento do Novo Mercado | Pág. 53 |
| 311/2021-DIE - Orientações sobre a Retomada da Supervisão - Modulação de Efeitos do OC 05.2020 - VOP | Pág. 63 |
| 333/2020-DIE - Regulamento do Novo Mercado - Interpretação sobre a Regra de Acumulação de Cargos e Composição do Comitê de Auditoria | Pág. 23 Pág. 39 |
| 137/2020-DIE - Regulamento do Nível 2 - Interpretação da Regra de Votação das Ações Preferenciais | Pág. 58 |
| 086/2018-DRE - Novo Mercado e Adaptações Estatutárias | Pág. 9 |
| 738/2017-DRE - <i>Free Float</i> (NM) | Pág. 12 |
| 737/2017-DRE - <i>Free Float</i> (N2 e N1) | Pág. 12 |
| 736/2017-DRE - Dispersão Acionária em Ofertas de Distribuição | Pág. 19 |
| 735/2017-DRE - Manifestação do Conselho de Administração em OPAs | Pág. 32 |
| 618/2017-DRE - Implementação do Novo Mercado | Pág. 9 Pág. 62 |
| | |

