

OF. DIR – 085/2016

São Paulo, 9 de setembro de 2016.

Ilma. Sra.

**Flávia Mouta**

**Diretoria de Regulação de Emissores (DRE)**

**BM&FBOVESPA**

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

Prezada Senhora,

Servimo-nos do presente ofício para apresentar nossas sugestões no âmbito do referido Edital, por meio do qual a BM&FBOVESPA coloca em audiência pública propostas de regulamentos para o Novo Mercado (“Regulamento”) e Nível 2, visando manter a atratividade dos segmentos especiais, alinhando as práticas adicionais de governança corporativa aos padrões reconhecidos internacionalmente.

Aproveitamos para parabenizar a BM&FBOVESPA pela iniciativa de promover inicialmente conversas com os públicos interessados no tema, bem como a abertura do processo de audiência pública apresentando a todos os interessados as propostas em discussão.

A seguir, os comentários e as considerações da Associação.



## CAPÍTULO I: REQUISITOS DE INGRESSO E PERMANÊNCIA NO NOVO MERCADO

### 1. Seção IV: Ações em Circulação

Conforme a própria BM&FBOVESPA citou em seu relatório de audiência pública, uma das motivações para a atualização dos Regulamentos foi a estruturação do documento, trazendo maior clareza e ordenamento de fatos relacionados à situação da companhia com os segmentos especiais.

A seção IV apresenta o conceito de ações em circulação, bem como os critérios que uma companhia que deseja ingressar no Novo Mercado necessita cumprir. O inciso II do artigo 11 apresenta critério alternativo para fins de cálculo da manutenção das ações em circulação (free float), considerando 20% do capital social, desde que cumprido o requisito de valor diário médio de negociação – ADTV igual ou superior a R\$ 25 milhões, ou de valor da oferta superior a R\$ 3 bilhões, alinhado com as práticas internacionais.

O artigo 110 esclarece que a métrica utilizada para determinar o valor diário médio de negociação de R\$ 25 milhões refere-se à média do valor do volume médio diário de negociação do último quartil dos valores mobiliários integrantes do Índice Ibovespa, considerando suas últimas 5 (cinco) carteiras teóricas. Sendo assim, gostaríamos de sugerir que fique claro que este valor de R\$ 25 milhões será móvel, dependendo da base de cálculo e não de um valor mínimo fixado, e que tal entendimento seja refletivo no referido artigo, bem como esclarecido no inciso II do artigo 11, tendo-se em vista que na redação atual da minuta o volume de R\$ 25 milhões está sendo determinado como valor mínimo.

“Art. 110 O volume médio diário de negociação de ações em moeda corrente estabelecido para fins de atendimento do requisito de manutenção de percentual mínimo de ações em circulação deverá ~~poderá~~ ser ajustado pela BM&FBOVESPA, pela média do volume médio diário de negociação em moeda corrente do último quartil dos valores mobiliários integrantes do Índice Ibovespa, considerando as últimas 5 (cinco) carteiras teóricas desse índice ou de qualquer outro índice criado para substituí-lo.”

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



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

Adicionalmente, solicitamos a correção da referência do parágrafo único do artigo 110 mencionado, que faz menção ao § 1º do artigo 11 inexistente na minuta do Regulamento.

## **2. Seção V: Administração**

### **Subseção II – Conselheiro Independente**

O edital de audiência pública, em seu artigo 16, apresenta um conjunto de requisitos para a escolha do conselheiro independente, que permite a elaboração de uma política ou diretriz com requisitos para a indicação deste. Entendemos que esta proposta é uma importante inovação apresentada pela BM&FBOVESPA, contudo não mitiga completamente o risco do conflito de interesse.

É importante frisar que, ressalvadas as situações em que o acionista controlador evidencie que não existe o conflito de interesses, deveria ser vedada a participação do acionista controlador na eleição do representante independente. Isso assegura que o eleito não seja uma extensão unicamente do acionista controlador, além de ampliar a diversidade de pontos de vista dentro da administração da empresa, visando ao melhor desenvolvimento dos negócios.

## **3. Seção XI: Aquisição de Participação Relevante**

Essa seção traz regras sobre a aquisição de participação relevante, estabelecendo a necessidade de as companhias preverem em seu estatuto social que a aquisição voluntária de participação societária superior a 30% (trinta por cento) de seu capital social obriga o adquirente a efetivar OPA, sendo conhecida como “OPA 30”.



Além das exceções previstas no § 3º do artigo 43, entendemos que existem outras duas situações em operações de OPAs que são passíveis de exceção, sendo as ofertas públicas iniciais (“IPOs”) e as ofertas públicas subsequentes (“follow-on”), que também podem resultar em aquisição de controle, além da aquisição via aumento de capital.

Sendo assim, sugerimos as seguintes alterações:

“Art. 43 A companhia deve prever, em seu estatuto social, que a aquisição voluntária de participação societária superior a 30% (trinta por cento) de seu capital social obriga o adquirente a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas.

§ 3º A obrigação prevista no caput não se aplica

I – quando remanescer outro acionista titular I – de mais de 30% (trinta por cento) do capital social da companhia;

II – caso a aquisição de participação societária superior a 30% (trinta por cento) decorra:

a) de realização de OPA que tenha tido por objeto todas as ações de emissão da companhia e que tenha sido realizada por preço no mínimo equivalente ao preço estabelecido no caput deste artigo; e

b) de [aquisição via aumento de capital ou](#) de operação de fusão, incorporação ou incorporação de ações envolvendo a companhia; e

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

Ainda no artigo 43, entendemos ser importante a extensão das regras na aquisição voluntária de participação societária superior a 30% (trinta por cento), identificando situações de formação de bloco de acionistas ou que o acionista controlador possa alienar uma parcela ou a totalidade de sua participação.

Essas situações podem gerar a formação de um novo controlador no bloco com impacto direto aos demais investidores.

Acreditamos que, de forma equânime, os acionistas minoritários, caso tenham interesse, devem participar com o benefício do prêmio oferecido aos controladores, de acordo com a sua participação acionária, bem como alienar uma parte ou a totalidade de sua participação que exceda o mínimo, para garantir o controle da companhia.



Sendo assim, sugerimos a inclusão dos seguintes parágrafos:

“§ 4º – caso a companhia possua algum acionista (ou grupo de acionistas que configurem um bloco de controle) que seja titular de participação igual ou superior a 50% + 1 ação, que contemple a aquisição de participação societária superior a 30% do bloco de controle (ou da holding), deve-se estender aos acionistas minoritários as mesmas condições direta ou indiretamente com base no preço pago ao controlador.

§ 5º – caso o acionista controlador (ou grupo de acionistas que configurem um bloco de controle) que seja titular de participação igual ou superior a 50% + 1 ação decida alienar parte ou a totalidade de sua participação que excede o mínimo para garantir o controle da companhia, deve-se estender aos acionistas minoritários, de forma pro rata à sua participação, o direito de alienar suas ações, nas mesmas condições garantidas ao controlador;”

## CAPÍTULO II: SAÍDA DO NOVO MERCADO

### 4. Seção II: Saída Voluntária

A seção referente à saída voluntária inicia com seu artigo 49 descrevendo as características que devem ser observadas na OPA para análise de deferimento da BM&FBOVESPA. Entre os requisitos, o inciso III prevê que a OPA deverá contemplar pagamento à vista e em moeda corrente, sem prejuízo da inclusão de alternativas a critério dos destinatários. Entendemos que o intuito da exigência é a proteção ao investidor, tendo em vista que, com essa medida, haverá maior liquidez para os acionistas.

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

“Art. 49 A saída voluntária do Novo Mercado e a saída decorrente de reorganização societária na qual a companhia resultante não integre o Novo Mercado até a data de implementação da referida



reorganização societária somente será deferida pela BM&FBOVESPA caso seja precedida de OPA que deve:

(...)

III – contemplar pagamento à vista e em moeda corrente, sem prejuízo da inclusão de outras alternativas a critério dos destinatários à serem deliberadas em assembleia; e”

O artigo 50 descreve que a saída voluntária do Novo Mercado depende, dentre outros requisitos, da aceitação ou concordância por acionistas titulares de mais de 50% (cinquenta por cento) das ações em circulação. O § 1º esclarece que, para os fins da aferição do percentual, deve ser considerada apenas a quantidade de ações em circulação de titularidade dos acionistas inscritos nos registros competentes na data em que é divulgada a decisão de aplicação da respectiva sanção. Sendo assim, ainda para fins de esclarecimento, deve ser reforçado o entendimento de que os acionistas precisam se habilitar para participar do leilão para estarem no cômputo do referido percentual.

Além disso, para conhecimento de todos acionistas, a BM&FBOVESPA deverá, na data do fato relevante, divulgar a posição total das ações em circulação, incluindo a posição do doador que entrará no cômputo para o voto nas assembleias caso o acionista mantenha a mesma posição na data da votação. Também sugerimos o esclarecimento de que o acionista poderá votar com a mesma quantidade ou menor de acordo com a posição que ele estiver entre o fato relevante e a data da votação.

“Art. 50 A saída voluntária do Novo Mercado e a saída decorrente de reorganização societária depende, ainda, de aceitação da OPA ou concordância expressa com a saída do Novo Mercado por acionistas titulares de mais de 50% (cinquenta por cento) das ações em circulação.

§ 1º Para os fins da aferição do percentual referido no caput, deve ser considerada apenas a quantidade de ações em circulação de titularidade dos acionistas inscritos nos registros competentes, os que se habilitaram ao leilão, na data da divulgação do fato relevante que der notícia acerca da saída do Novo Mercado.

§ 2º Para os fins da aferição do percentual de ações em circulação conforme previsto no parágrafo 1º, na data da divulgação do fato relevante a BM&FBOVESPA irá divulgar a posição total das ações aos acionistas, incluindo a posição das ações doadas, podendo os acionistas votar com o percentual total



das ações na data da publicação do fato relevante ou um percentual menor de acordo com a sua posição acionária na data da votação.”

Ainda nessa seção, o artigo 51 possibilita a saída voluntária do Novo Mercado independentemente da realização da OPA, pois poderá ocorrer caso haja a dispensa deliberada em assembleia geral. Para tanto, a assembleia geral deve ser convocada com 45 dias de antecedência. Hoje em dia, a convocação para assembleias é regida pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ou seja, no prazo de 15 dias úteis.

É importante frisar que o processo hoje para a deliberação pela assembleia para a saída do Novo Mercado é realizado, ocorrendo tudo ceteris paribus, em 45 dias úteis, ou seja, há 15 dias para a convocação da assembleia e 30 dias para a elaboração do Laudo de Avaliação.

Com o novo prazo para convocação, de 45 dias úteis, o prazo para a deliberação da OPA pode se expandir para 75 dias úteis, sendo entendido pelo mercado como prejudicial, pois a companhia ficará exposta nesse período, podendo haver impactos negativos. Como sugestão, acreditamos ser factível a utilização de 30 dias úteis para a convocação da assembleia, reduzindo a exposição da companhia.

O parágrafo 1º do artigo 51 descreve o quórum para ser instalada a assembleia, sendo 50% (cinquenta por cento) do total das ações em circulação, ou com a presença de qualquer número de acionistas titulares de ações em circulação se instalada em segunda convocação. Porém o Regulamento não indica o prazo de antecedência que deve ser seguido para segunda convocação. Sendo assim, sugerimos que seja o mesmo utilizado pela Lei nº 6.404, ou seja, oito dias de antecedência.

“Art. 51 A saída voluntária do Novo Mercado ou a saída decorrente de reorganização societária pode ocorrer independentemente da realização da OPA na hipótese de dispensa aprovada em assembleia geral, convocada com 30 (trinta) 45 (quarenta e cinco) dias de antecedência em primeira convocação e em 8 (oito) dias de antecedência em segunda convocação.”

Ademais, com objetivo de evitar que o acionista controlador doe uma parte ou a totalidade de suas “ações em circulação” para o exercício do voto pelo tomador na AGE de saída voluntária do Novo Mercado, sugerimos que as ações doadas pelo controlador não sejam utilizadas no cômputo das “ações em circulação” para a tal assembleia.



“§ 3º – Não serão computadas nas ‘ações em circulação’, para fins de AGE de saída voluntária, as ações doadas/emprestadas pelo Controlador, caso o tomador direto dessas ações as utilize exclusivamente para fins de voto na referida AGE.”

## **5. DISPERSÃO ACIONÁRIA**

O requisito existente no Regulamento, para a participação de acionistas não institucionais “investidores de varejo” de parcela de 10% nas ofertas públicas de distribuição, tanto para IPO como para follow-on, foi excluída nesta nova proposta por entender que o mercado evoluiu e que a presença de investidores de varejo na base acionária não garante a liquidez dos papéis. O posicionamento da BM&FBOVESPA é inovador e louvável, principalmente no que tange ao entendimento desta com a robustez atingida pelo mercado.

Isso é evidente para as ofertas públicas de ações com esforços restritos, àquelas reguladas pela Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (“ICVM nº 476”), dadas suas características e exigências, uma vez que somente é permitida a procura de no máximo 75 investidores profissionais e subscrição por parte de 50 investidores profissionais nessas ofertas. Sendo assim, concordamos com a exclusão dessa obrigação para esse tipo de oferta.

Com relação às ofertas públicas reguladas pela Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2013 (“ICVM nº 400”), acreditamos que o intuito da oferta é, em grande medida, a pulverização de acionistas. Porém há grande debate entre participantes do mercado sobre quão eficiente e interessante é a manutenção dessa pulverização como melhores esforços. Essa regra nem sempre se mostrou eficaz para a liquidez das ofertas e para a evolução do mercado, e a participação de maior número de investidores deve se dar por um processo natural de fatores macroeconômicos.

É importante frisar que há casos em que a empresa opta por realizar oferta pública por meio da ICVM nº 400, todavia nem sempre pode ser adequada aos investidores de varejo, por apresentarem estrutura complexa. Sendo assim, é primordial o processo de suitability para distribuição dessas ofertas.

Entendemos que os IPOs realizados por meio da ICVM nº 400 por companhias já em fase operacional deveriam manter o esforço de continuar com os investidores de varejo em suas ofertas, dando-lhes a oportunidade de ingressar nas companhias que ainda não vieram a mercado, bem como prover para a





emissora a composição mínima necessária de ações em circulação para manutenção no segmento de Novo Mercado.

Sendo assim, sugerimos que sejam afastadas do esforço de dispersão tanto as ofertas realizadas com esforços restritos, por meio da Instrução nº 476, como para as ofertas subsequentes – follow-on distribuídas por meio da Instrução nº 400 – e para as ofertas de IPOs que tenham como emissores companhias em fase pré-operacional.

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

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

**José Eduardo Laloni**

Diretor da ANBIMA

**Felipe Campos**

Diretor da ANBIMA

**Sérgio Mychkis Goldstein**

Presidente do Comitê de Finanças Corporativas da ANBIMA

