

À BM&FBOVESPA

São Paulo, 6 de janeiro de 2017

**Assunto: Evolução dos Segmentos Especiais de Listagem – Novo Mercado e Nível 2 - Nova Audiência Pública**

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) parabeniza a BM&FBOVESPA pela iniciativa de ouvir os participantes do mercado, considerar suas contribuições e promover uma segunda fase da Audiência Pública da proposta para a evolução dos regulamentos dos segmentos especiais de listagem (Novo Mercado e o Nível 2), em um processo pautado por transparência e diálogo.

Em relação ao Edital da Nova Audiência Pública, o IBGC submete à apreciação da BM&FBOVESPA suas recomendações, divididas em: A – Comentários sobre a versão atualizada da proposta para a evolução dos segmentos especiais; e B – Comentários sobre questões não contempladas na versão atualizada da proposta para a evolução dos segmentos especiais.

O IBGC se coloca à inteira disposição para esclarecer, debater ou aprofundar quaisquer dos aspectos apresentados em nossas considerações ou quaisquer outros nos quais a Bolsa considere que possamos contribuir para enriquecer a discussão.

***A – Comentários sobre a versão atualizada da proposta para a evolução dos segmentos especiais***

**1. Novo Mercado – art. 13 - Dispersão acionária**

A obrigatoriedade de destinar 10% (dez por cento) do total ofertado a investidores considerados não qualificados deve se restringir somente às ofertas públicas iniciais de ações (IPOs), uma vez que, no caso de ofertas subsequentes (*follow-ons*) em que a ação já é negociada em bolsa e tem liquidez, o mecanismo de dispersão acionária é desnecessário.

**2. Novo Mercado – art. 14 - Porcentual de membros independentes no conselho de administração**

Em benefício de uma autonomia efetiva da atuação do conselho de administração, o porcentual de membros independentes deve ser relevante em relação ao total. O porcentual de independentes deveria ser maior (30% ou mais).

Somos favoráveis à alternativa proposta de que sejam no mínimo dois, pois somente um independente muitas vezes não tem força para se fazer ouvir.

**3. Novo Mercado – Enquadramento de conselheiro independente - Art. 17, §2º**

Sugerimos o seguinte aprimoramento de redação:

“§2º Para os fins da verificação do enquadramento do conselheiro independente, **no mínimo** as situações descritas abaixo devem ser analisadas de modo a verificar se implicam perda de independência do conselheiro independente em razão das características, magnitude e extensão do relacionamento:”

Justificativa: É preciso deixar claro que a lista é exemplificativa, pois outras situações podem implicar a perda de independência do conselheiro e devem ser analisadas no momento de sua ocorrência.

**4. Novo Mercado – Enquadramento de conselheiro independente - Art. 17, §3º**

Não deve haver presunção de independência para conselheiros eleitos por votação em separado. Todos os conselheiros independentes devem ser submetidos à avaliação de independência.

**5. Novo Mercado – Remuneração – art. 20 e art. 75**

A permissão concedida pelo art. 75 para que companhias não divulguem a remuneração dos administradores conforme determina o art. 20 criará duas classes de companhias no mesmo segmento. Não deve haver exceções, ainda que amparadas por decisões judiciais, para o cumprimento de uma regra que, além de ser considerada boa prática de transparência, é obrigatória em diversos países e está nas normas do regulador brasileiro. Em vigor há mais de cinco anos, a Instrução 480 da CVM exige que as companhias informem publicamente a remuneração mínima, média e máxima dos integrantes do conselho de administração, do conselho fiscal e da diretoria estatutária. A quinta edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa IBGC é ainda mais rigorosa, sugerindo como ideal a divulgação individual da remuneração de conselheiros e executivos.

Mesmo que defenda a máxima transparência, o IBGC entende que a norma da CVM alcançou certo equilíbrio entre transparência e proteção da privacidade dos

administradores ao abdicar da exigência de divulgação dos montantes individuais. Ao aumentar o nível de transparência dos formulários de referência emitidos pelas empresas listadas, eleva-se o clima de confiança de investidores locais e estrangeiros.

#### **6. Novo Mercado – Processo de avaliação – art. 21**

Somos favoráveis à realização de avaliação anual do conselho de administração e dos conselheiros individualmente. A periodicidade anual (no máximo) permite a identificação de pontos de melhoria, e conseqüentemente, a correção de eventuais desvios antes do encerramento dos mandatos.

Adicionalmente, sugerimos a exigência de divulgação da síntese dos principais pontos identificados para melhoria do conselho de administração e as ações corretivas implementadas. Exemplo da British Petroleum: “Key conclusions from the evaluation” e “Follow up from our previous evaluation”.

#### **7. Novo Mercado – Acumulação de cargos – art. 22**

A vedação não deve ser restringir ao presidente do conselho de administração e ao diretor-presidente, mas deve abranger o acúmulo de cargos de diretoria e de conselho de administração na mesma companhia por uma só pessoa.

#### **8. Novo Mercado – Comitê de auditoria estatutário – art. 24**

Reconhecemos que a exigência de que o comitê de auditoria seja composto por no mínimo dois conselheiros, sendo um independente, já seria um avanço. No entanto, sugerimos que a maioria dos membros do comitê de auditoria seja

composta de conselheiros independentes e que a coordenação desse comitê fique a cargo de conselheiro independente.

#### **9. Novo Mercado – Auditoria interna – art. 26**

Sugerimos o seguinte aprimoramento de redação para o inciso IV:

“IV - que tenha estrutura e orçamento aprovados, pelo menos uma vez por ano, pelo conselho de administração ou comitê de auditoria estatutário;”

Justificativa: É preciso deixar claro a que se refere a periodicidade de “uma vez por ano” e os responsáveis pela avaliação da estrutura e do orçamento da auditoria interna.

#### **10. Novo Mercado – Conformidade, controles internos e riscos – art. 27**

Sugerimos o seguinte aprimoramento de redação:

“Art. 27 A companhia deve **implantar ter funções programas** de conformidade, controles internos e riscos, sendo vedada a sua acumulação com atividades operacionais.”

Justificativa:

Organizações internacionais que promovem boa governança e práticas anticorrupção definem conformidade (*compliance*) como um programa de controles internos, não uma função. Esses controles são intrínsecos às decisões e rotinas da companhia e se abrigam sob uma complexa estrutura de governança, que define diretrizes éticas, políticas corporativas, instâncias de revisão,

monitoramento e consequências. É esse “ambiente de controles” que garante a conformidade da atuação da empresa.

Exemplos de definições:

*FCPA, A Resource Guide to the U.S. Foreign Corrupt Practices Act* – “In a global marketplace, an effective compliance program is a critical component of a company’s internal controls and is essential to detecting and preventing FCPA violations. [These] programs are tailored to the company’s specific business and to [its] risks [... they] are dynamic and evolve [with] the business (...)”.

*OECD, Good Practice Guidance on Internal Controls, Ethics, and Compliance* – “This Good Practice Guidance is addressed to companies for establishing and ensuring the effectiveness of internal controls, ethics, and compliance programmes [...] for preventing and detecting the bribery of foreign public officials in their international business transactions, and to business organizations and professional associations, which play an essential role in assisting companies in these efforts. It recognizes that to be effective, [these initiatives] should be interconnected with a company’s overall compliance framework. It is intended to serve as non-legally binding guidance (...)”.

Lei 12.846/2013 – “Art. 7º - Serão levados em consideração na aplicação das sanções:

(...) VIII - a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica; (...)”.

Decreto 8.420/2015, art. 41 – “(...) o programa de integridade consiste (...) no conjunto de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e na aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta, políticas e diretrizes com objetivo de detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira.”

**11. Novo Mercado – Informações periódicas e eventuais – art. 29**

A fim de elevar a eficácia do exercício de um direito de acionistas minoritários previsto na lei societária, a divulgação de fato relevante também deveria ser obrigatória em decorrência de pedido de voto múltiplo para eleição de conselheiros.

**12. Novo Mercado – Relatório com informações ambientais, sociais e de governança – art. 33**

Recomendamos manter a necessidade de assecuração por auditoria independente ou entidade certificadora. Do contrário, será mais um documento formalista, sem nenhum diferencial em relação aos relatórios que as empresas já produzem hoje.

**13. Política de indicação – art. 37**

A política de indicação também deve contemplar os critérios de avaliação da independência dos conselheiros.

**14. Alienação de controle – art. 42**

Concordamos com a nova proposta. Adicionalmente, a Bolsa deveria aceitar a adesão ao Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) como alternativa à observação

dos regulamentos dos segmentos especiais para OPAs, incorporações fusões, e demais operações societárias.

**15. Aquisição de participação relevante – art. 44**

A ausência de definição sobre o preço da OPA pode colocar por terra o objetivo da regra, ou seja, permitir a saída, sem prejuízos, de todos os acionistas que não desejam correr os riscos do novo acionista relevante.

O art. 257 da Lei nº 6.404/1976 não estabelece preço mínimo para a OPA. No caso de um novo acionista relevante (20 a 30% do capital) que não tenha interesse em adquirir o controle permanente da companhia (50% + 1 ação) pode, simplesmente, lançar a OPA a preço abaixo do valor justo e até mesmo das cotações de mercado e, desta forma, cumprir a regra ora em discussão e garantir, desta forma, que não haja adesão à OPA por parte dos demais acionistas.

Por outro lado, o art. 257 prevê a hipótese de aquisição somente das ações necessárias ao controle permanente (50% + 1 ação), com o consequente rateio (Art. 261), caso o interesse dos minoritários na OPA exceda a quantidade limite. Dessa forma, o objetivo da regra de ser um mecanismo de saída para os minoritários da companhia funcionará apenas parcialmente, por força do rateio, quando o ofertante não tiver interesse em comprar a totalidade das ações em circulação.

De modo a solucionar a lacuna apontada na proposta de regra, sugerimos que a Bolsa considere estabelecer um conjunto de critérios mínimos que balizem a determinação de um preço para a OPA que atinja os fins desejados pela regra. Adicionalmente, a regra deve estabelecer que a OPA seja destinada à totalidade

das ações em circulação e que o ofertante se obrigue a adquirir à totalidade das ações aderentes à OPA.

**16. Novo Mercado - Saída do segmento – arts. 49 e 50**

Somos favoráveis à nova proposta para saída dos segmentos, que flexibilizou alguns requisitos, porém mantendo a essência da mensagem de que a listagem no Novo Mercado deve ser um compromisso real e sólido com as boas práticas de governança.

**17. Nível 2 – Conceito de ações em circulação – art. 11**

O limite mínimo de ações em circulação, estabelecido nos regulamentos de governança corporativa da Bolsa, tem dois objetivos, conforme documento emitido pela própria Bolsa (Ofício Circular DP 059/2012).

O primeiro objetivo visa buscar uma liquidez dos papéis, garantindo que o preço das ações reflita os fundamentos da companhia e, portanto, seja justo. Vale lembrar que o preço justo das ações é importante mecanismo que permite a saída de investidores descontentes, sem que sofram prejuízos. O segundo objetivo visa resguardar o exercício dos direitos políticos das minorias, assegurados pela Lei das Sociedades por Ações aos acionistas não controladores.

No primeiro caso, quanto maior for o percentual de ações efetivamente em circulação ou maior o volume financeiro do *free float*, maior será a probabilidade de as ações da companhia adquirirem a liquidez adequada ao atingimento do preço justo.

Da mesma forma, quanto maior for o percentual da espécie de ações em circulação, mais viável se torna o exercício de direitos políticos, assegurados aos acionistas não controladores pela Lei nº 6.404/76. Isto porque esse grupo de acionistas não necessariamente é composto em sua totalidade por investidores ativos no exercício de seus direitos. Então, quanto maior o percentual de ações em circulação, maior será a probabilidade de encontrarmos acionistas ativistas no *free float* e, em consequência, maior a probabilidade de exercício de direitos políticos que dependem de percentual das ações, como, por exemplo, os previstos nos artigos 141 e 161 da Lei, que permitem, respectivamente, a 10% e 5% dos detentores das ações preferenciais a elegerem membro do conselho de administração e instalarem o conselho fiscal.

Em companhias que estejam no limite da Lei para as ações preferenciais, ou seja, uma ação preferencial para cada ação emitida, se o controlador tiver 51% das ações ordinárias, teríamos os seguintes requisitos de ações preferenciais em circulação para o cumprimento da regra, supondo um capital composto de 1.000 ações ordinárias e 1.000 ações preferenciais:

- Regra atual (25% do capital): 500 ações (249 ordinárias + 251 preferenciais)
- Proposta de regra anterior (50% das PN): 500 ações preferenciais

No exemplo acima, fica claro que tanto para os objetivos de liquidez e de participação política, a proposta de limite mínimo de ações em circulação diferenciado, de 50% das PN se demonstra a mais eficaz para o atingimento dos objetivos da regra.

As regras contidas no regulamento da Bolsa devem buscar proteger os interesses dos investidores que aplicam suas poupanças na capitalização das empresas listadas nos segmentos de governança. No caso específico, em que esse público investidor somente detenha ações preferenciais, já que as ordinárias não são admitidas à negociação bursátil, a proposta do cálculo diferenciado é a que melhor protege esses interesses.

Dessa forma, somos favoráveis a que a Bolsa mantenha a regra, contida na proposta anterior, de permitir o cálculo diferenciado de *free float* para aquelas companhias listadas que somente tenham ações preferenciais admitidas à negociação no pregão.

***B – Comentários sobre questões não contempladas na versão atualizada da proposta para a evolução dos segmentos especiais***

**1 – Acordos de acionistas**

Segmentos especiais de listagem não deveriam aceitar, a partir da entrada em vigor dos novos regulamentos, o ingresso de companhias que tenham acordos de acionistas que vinculem ou restrinjam o exercício de direito de voto de quaisquer membros do conselho de administração.

Se um dos objetivos da evolução dos segmentos especiais de governança corporativa é fortalecer o papel do conselho de administração, não deveriam ser

aceitas companhias submetidas a acordos de acionistas que impedem o conselheiro de agir corretamente.

## **2 – Arbitragem**

O regulamento e a atuação da Câmara de Arbitragem do Mercado deveriam ser revistos, principalmente em relação à transparência e custos envolvidos. Aos acionistas pessoas físicas detentores de participação inferior a 0,5% do capital total da companhia deve ser conferida a faculdade, mas não obrigação, de utilizar a arbitragem para a resolução de disputas.

Atualmente, todos os acionistas se vinculam à arbitragem nos regulamentos do NM e N2. As companhias listadas devem incluir em seus estatutos essa obrigação para os acionistas. Todavia, pela experiência nesses anos de existência do Novo Mercado e do Nível 2, verifica-se que acionistas de pequeno porte não usam a arbitragem. Na realidade, esses acionistas não possuem as condições financeiras para arcar com custos de arbitragem, instrumento que inegavelmente traz celeridade à solução de disputas, mas é caro. Ademais, como as decisões de arbitragem não são de divulgação obrigatória, esses acionistas ficam privados de tomar conhecimento de eventuais reparações concedidas na arbitragem a que tivessem também direito, se litigassem.

## **3 - Carência**

Os regulamentos deveriam prever uma avaliação para reingresso nos segmentos especiais, para evitar saídas e reingressos oportunistas. Definir apenas prazo de carência, sem possibilidade de avaliação, poderia punir eventual novo controlador ou administração bem-intencionada.

#### **4 - Assembleias**

Companhias dos segmentos especiais deveriam garantir o acesso à lista de acionistas com informações suficientes para permitir a organização dos detentores de ações em circulação 30 dias antes de assembleias. O acesso à lista de acionista é fundamental para o que os acionistas exerçam plenamente seus direitos.