



*Centro de Estudos
em Regulação e
Infraestrutura*

CONTRIBUIÇÕES À AUDIÊNCIA PÚBLICA ACERCA DA EVOLUÇÃO
DOS SEGMENTOS ESPECIAIS DA BM&FBOVESPA.

2ª FASE DA AUDIÊNCIA PÚBLICA DA BM&FBOVESPA

CONTRIBUIÇÕES

1) Introdução

O presente documento sintetiza as contribuições do Centro de Estudos em Regulação e Infraestrutura da Fundação Getulio Vargas – CERI/FGV e da UNISINOS / Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, com relação a audiência pública realizada pela BM&FBovespa com vistas ao aprimoramento dos segmentos especiais: Nível I, Nível II e Novo Mercado. Neste sentido, são apresentadas evidências recentes, empíricas e acadêmicas, que permitem a introdução de novas visões ao debate, especialmente após observarmos algumas modificações em relação à proposta inicial e a informação de que poucos grupos de investidores contribuíram na primeira rodada.

2) Comentários

Buscamos contribuir especialmente para a discussão sobre a **remuneração** de membros da diretoria e conselhos de administração e fiscal no Formulário de Referência nos moldes previstos na IN 480 da CVM. A normativa, como sabemos, foi inspirada nas melhores práticas de Governança Corporativa do mundo, na qual estes valores, não só os máximos, médios e mínimos, são evidenciados, como é o caso do mercado americano, por exemplo. Os manuais internacionais de boas práticas corporativas sugerem que as empresas que buscam maior nível de transparência para com seus *shareholders* e *stakeholders* devem adotar essa prática sem prejuízos. Pelo contrário, a evidência empírica mais recente aponta ganhos para as empresas.

Um artigo publicado em Março de 2016 no Journal of Business Finance and Accounting (Costa et. al., 2016), usando dados de empresas listadas na BM&FBovespa, apontou que as empresas que estão sob a liminar tiveram maiores níveis de *bid-ask spread*:

"...the level of CEO compensation are important determinants of a firm's decision not to fully disclose executive compensation information. We also show that firms which do not fully comply with the regulation face costs in the form of

higher bid-ask spreads, suggesting investors are leery of the decision not to comply with the regulation. We discuss the potential implications of our results in the context of executive compensation disclosure reform."

Mais do que isto, os investidores parecem estar preocupados com a questão da remuneração. A Institutional Shareholder Services (ISS) e a Glass Lewis, principais consultorias internacionais de voto, têm recomendado a seus clientes o voto contrário às políticas de remuneração propostas por companhias abertas que descumpram a norma.

Um caso não tão recente no mercado brasileiro foi o do veto dos acionistas a proposta de remuneração levada a Assembleia Geral pelos administradores da empresa PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações, uma das maiores incorporadoras imobiliárias do Brasil. A empresa foi a única entre as grandes companhias abertas que tinha divulgado a remuneração máxima, média e mínima paga a executivos em 2009, mas que decidiu fazer uso de uma liminar em 2010, abstendo-se de divulgar as informações de remuneração. No caso da PDG, a pressão dos acionistas fora de tamanha importância que a companhia precisou revisar e acrescentar a sua proposta de remuneração o compromisso da companhia em disponibilizar aos acionistas as informações sobre remuneração de executivos nos termos do proposto pelo item 13.11 do Anexo 24 da Instrução CVM nº. 480.

A partir do ano de 2011 até 2014, a companhia divulgou somente parcialmente as informações contidas no item 13.11 do anexo 24 da Instrução CVM nº. 480. Todavia, nos dois últimos exercícios sociais a companhia, mesmo desobrigada da divulgação das informações, por força da liminar concedida ao IBEF/ RJ, vem divulgando voluntariamente as informações de remuneração.

Resta claro que existe uma demanda dos investidores e acionistas com relação a este quesito, de modo que nossa contribuição aponta a necessidade de **obrigatoriedade de cumprimento do Art. 20 da proposta da BM&FBovespa após as alterações (versão com marcas), mesmo para aquelas amparadas pela liminar obtida pelo IBEF/RJ.**

Além disso, sugerimos que seja enfatizada a nova redação do Art. 20 que exige que a divulgação seja a cada exercício fiscal e não a cada mandato, como na versão anterior.

Entendemos que essa obrigatoriedade sinaliza para o mercado que a BM&FBovespa pretende seguir no caminho de adotar as práticas vigentes internacionais que buscam dar mais transparência aos mecanismos de gestão e controle das empresas e também aumentam o valor das companhias por meio de regulações sobre a governança corporativa das empresas listadas. Adicionalmente, a despeito de um aparente baixo ativismo por parte dos investidores, entendemos que a BM&Bovespa poderia implementar canais de comunicação e discussão com tais *stakeholders*, haja visto que as decisões no tocante as modificações de regras dos segmentos especiais serão tomadas em audiência restrita com as companhias listadas. Por fim, em linha com iniciativas tomadas pela própria bolsa (com relação a companhias estatais) e outras entidades como a Aneel (com relação a Governança das companhias de distribuição), entendemos que as regras para inclusão nos segmentos especiais poderia contemplar aspectos específicos de tipos diferenciados de empresas – a questão da transparência tarifária, por exemplo, parece ser mais relevante para investidores em estatais com atuação em utilidades públicas do que o montante pago aos executivos anualmente.

3) Referências Bibliográficas

Costa, C. M., Galdi, F. C., Motoki, F. Y. S. and Sanchez, J. M. (2016), Non-compliance in Executive Compensation Disclosure: the Brazilian Experience. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43: 329–369. doi:10.1111/jbfa.12177

4) Contato

- ✓ Edson Daniel Lopes Gonçalves (FGV/CERI): edson.goncalves@fgv.br
- ✓ Cristiano Machado Costa (UNISINOS): cristianocosta@unisinós.br



*Centro de Estudos
em Regulação e
Infraestrutura*