

PINHEIRONETO

A D V O G A D O S

São Paulo

R. Hungria, 1.100
01455-906
São Paulo, SP
t. +55 (11) 3247 8400
f. +55 (11) 3247 8600
Brasil

Rio de Janeiro

R. Humaitá, 275 . 16º andar
22261-005
Rio de Janeiro, RJ
t. +55 (21) 2506 1600
f. +55 (21) 2506 1660
Brasil

Brasília

SAFS . Quadra 2 . Bloco B
Ed. Via Office . 3º andar
70070-600 . Brasília . DF
t. +55 (61) 3312 9400
f. +55 (61) 3312 9444
Brasil

www.pinheironeto.com.br

pna@pn.com.br

São Paulo, 8 de setembro de 2016.

BM&FBOVESPA S.A. – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS

Praça Antonio Prado, 48, 7.º andar
Centro
São Paulo, SP

At.: **Ilma. Sra. Flávia Mouta Fernandes**

Diretora de Regulação de Emissores

Ref.: **Audiência Pública: Evolução dos Segmentos Especiais de Listagem**

Prezados Senhores,

Cumprimentamos V.Sas. pela iniciativa de promover uma audiência pública acerca das propostas para a evolução dos segmentos especiais de listagem. Servimo-nos da presente para apresentar comentários e sugestões em relação às propostas de alteração nos regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa dessa Bolsa.

Inicialmente, é louvável o esforço de simplificação e eliminação de documentos burocráticos, contido na proposta, para que os regulamentos tenham foco em iniciativas que efetivamente criem valor.

Merecem apoio também propostas como a eliminação da exigência de ofertas de dispersão, que refletem a maturidade do mercado. Essas exigências cumpriram um papel no passado, mas no momento atual, nos parece adequado deixar o mercado definir em quais as ofertas é adequado um esforço de varejo e

em que percentual esse esforço faz sentido. Vale destacar que a mudança certamente facilitará as ofertas restritas de ações da Instrução 476, que estão se consolidando como uma alternativa ágil e eficiente para as ofertas subsequentes de ações.

Também merece apoio a flexibilização na regra do *free float* de 25%, com a criação da alternativa de oferta de R\$ 3 bilhões e ADTV de R\$ 25 milhões. Sugerimos apenas rever se a proposta não está muito conservadora. Pode fazer sentido pensar em uma proposta escalonada, com percentuais decrescentes em função dos valores envolvidos, seja na oferta de distribuição, seja de ADTV.

Todavia, gostaríamos de externar algumas preocupações.

Sugerimos que essa Bolsa considere que, não obstante o Novo Mercado e o Nível 2 tenham sido criados como os níveis máximos de governança corporativa, e portanto devem necessariamente “subir a régua” em relação aos demais segmentos, na prática, esses dois segmentos são também a porta de entrada de todas as companhias que pretendem realizar IPOs. Assim, algumas das novas exigências de governança, como a estruturação de todos os diversos comitês e políticas exigidos, deveriam merecer um prazo de carência. Sugerimos que essas exigências fossem aplicáveis após um prazo mínimo de um ano, contado do IPO, para que as novas companhias (algumas das quais poderão ser até mesmo pré-operacionais ou *blank check companies*) tenham tempo de se estruturar e colocar essa governança para funcionar de forma efetiva (não apenas no papel).

Sugerimos também que a Bolsa, como parte do processo de audiência pública, avalie criteriosamente a relação custo-benefício de cada uma das propostas, a fim de não impor ônus excessivo às companhias, desestimulando o desenvolvimento do mercado.

Nesse contexto, nos parece que a proposta contém regras excessivamente prescritivas e detalhadas sobre Comitês de Auditoria, Indicação e Remuneração, Relatório Socioambiental, políticas de indicação de candidatos, política de gerenciamento de riscos, política de transações com partes relacionadas, política de negociação, política socioambiental. Até mesmo pela opção de um modelo que não confere às companhias a possibilidade de “aplique ou explique”, o detalhamento de regras deveria se limitar ao conteúdo mínimo essencial para que se possa verificar a efetividade de cada prática de

governança, a fim de dar flexibilidade para que as companhias possam estruturar sua governança. Na medida do possível, dar algum espaço para que a companhia possa explicar como implementa determinada prática exigida pode acomodar situações específicas (exemplo, atribuição de determinadas responsabilidades a um comitê diferente do previsto no regulamento).

Feitas essas considerações gerais, abordamos a seguir alguns aspectos tópicos dos regulamentos propostos:

- Ações em circulação. A nosso ver, o conceito de ações em circulação deveria excluir ações detidas pelos administradores, alguns dos quais podem ser até mesmo conselheiros acionistas-não controladores eleitos para o conselho, impactando o *free float* mínimo. Exemplos: (1) supondo-se que a companhia faça um IPO com 25% de *free float*, seguido de eleição para o conselho de administrador de um acionista detentor de 1% do capital, o *free float* seria reduzido para 24%; (2) supondo-se que a mesma companhia outorgue opções de ações a seus administradores, e como resultado do exercício dessas opções, tais administradores resolvam manter as ações ao invés de vendê-las em bolsa, haveria também um desenquadramento; (3) supondo-se que dois acionistas minoritários tenham um acordo de acionistas com o controlador, que garante a ambos um assento no conselho. Se um desses acionistas ocupar esse assento, o *free float* terá sido reduzido abaixo dos 25%.
- Definição de conselheiro independente. A proposta de regulamento faz uma opção regulatória mista, tendo um rol taxativo e um rol exemplificativo. No rol taxativo, elenca-se, por exemplo, o parentesco colateral como situação que elimina a independência. Como se sabe, há empresas em que irmãos representam posições antagônicas (quando não são inimigos declarados). Esse é apenas um exemplo de que seria preferível deixar a critério do Conselho justificar a independência. Adicionalmente, o rol taxativo também determina que não é considerado conselheiro independente aquele que tem seu exercício de voto, nas reuniões do conselho de administração, vinculado por acordo de acionistas que tenha por objeto matérias relacionadas à companhia. A nosso ver, tal item não deveria constar do rol taxativo, uma vez que exclui, por exemplo, a possibilidade de dois acionistas não controladores indicarem em conjunto um conselheiro e por meio de acordo de voto, acordarem instruções de voto para determinadas matérias, o que não elimina a independência em relação à companhia¹. Além disso, a prevalecer a proposta constante da minuta dos regulamentos, as

¹ Vale notar que o conceito de independência não é relacionado ao acionista que o elegeu, apenas em relação à companhia, do contrário nenhum acionista poderia ser eleito conselheiro independente.

companhias terão em breve de conviver com diferentes conceitos de independência: o conceito constante da proposta do Código Brasileiro de Governança Corporativa para Companhias Abertas, a ser editado e objeto de supervisão pela CVM (alinhado ao Código do IBGC) e o conceito do Novo Mercado. Sugerimos que essa Bolsa considere se não seria útil para o mercado a uniformização do conceito com o que vier a constar do Código a ser editado pela CVM, que terá de ser observado por todas as companhias.

- Divulgação da Remuneração. Sugerimos que a Bolsa reconsidere a proposta de exigir a divulgação da remuneração mínima, média e máxima. A nosso ver, o tema já regulado pela CVM, sendo objeto de discussão judicial, com liminar e decisão favorável aos Executivos (IBEF/RJ) deveria, quanto muito, merecer uma abordagem diferente, como por exemplo, uma proposta de divulgação da remuneração média, mediana, desvio padrão, que atenda à preocupação do mercado quanto a abusos e distorções, sem expor diretamente a maior remuneração, que normalmente é do diretor-presidente. Neste tema, o “aplique ou explique” também poderia tornar mais palatável a proposta, que possui resistência histórica por parte de um número significativo de companhias.
- Opção de Permanência na Alienação de Controle. A nosso ver, não há justificativa razoável para obrigar o adquirente de controle a oferecer aos minoritários a opção de permanecer na companhia, com o recebimento de um prêmio de controle. A proposta, que subverte a lógica da opção conferida pela Instrução 361, como um faculdade do adquirente, imporia um ônus financeiro aos adquirentes de controle, sem a contrapartida da aquisição das ações. Exatamente pela constatação de que o pagamento do prêmio sem a compra das ações, em regra, não faz sentido econômico, a experiência demonstra que, na prática, a opção não tem sido oferecida pelos adquirentes do controle. Adicionalmente, tendo em vista a dispensa da obrigação proposta no caso de OPA unificada com a oferta para cancelamento de registro, na prática, haveria um desincentivo ao lançamento de oferta por alienação de controle com manutenção do registro de companhia aberta, a fim de que o adquirente não corresse o risco de fazer o pagamento do prêmio, sem receber uma contrapartida.
- OPA 30. Tendo em vista o histórico de resistência das companhias à proposta, o formato da OPA, nos moldes da Diretiva Europeia, com gatilho de 30% e regra de preço (maior preço pago pelo adquirente nos 12 meses que antecederam o atingimento do percentual) deveria ser apenas um uma regra básica (*default* mínimo), que comportaria flexibilidade para que o estatuto social de cada companhia pudesse baixar o percentual ou introduzir a exigência de um laudo para assegurar que o preço seja justo. Vale lembrar que o regulamento do CAF já prevê a

flexibilidade de percentual, porém a regra de preço é algo sensível para as companhias, tendo em vista a volatilidade característica do mercado brasileiro, muito dependente do fluxo de capital estrangeiro, que sujeita às companhias a longos ciclos em que as ações são negociadas a preços inferiores ao seu valor justo. Sugerimos que essa Bolsa reformule a proposta, concedendo liberdade para as companhias possam, dentro de certos limites (vedação a prêmios sobre o valor econômico ou à fixação de gatilhos com percentuais inferiores a 15%), definir no seu estatuto as regras da OPA (assim como as já listadas poderão fazer, conforme já está na proposta).

- Saída do Segmento. Parece-nos positiva a possibilidade de dispensa da realização da OPA, se aprovada em assembleia. Todavia, em relação ao conjunto da proposta, sugerimos que essa Bolsa avalie se não seria mais adequado alinhar o procedimento de saída do segmento (Novo Mercado ou Nível 2) às regras aplicáveis ao cancelamento de registro. Estas regras evoluíram ao longo do tempo, a partir da experiência prática e, desde a edição da Instrução CVM 361, em 2002, têm se mostrado eficientes para promover o equilíbrio entre os interesses entre controladores e acionistas minoritários. Por outro lado, em situações de saída compulsória, como aquelas resultantes de desenquadramento no *free float* mínimo de 25% (talvez um dos principais motivos para saídas), a regra tem de prever uma alternativa de saída que não desestimule aberturas de capital pelo receio de não haver uma saída segura (com tratamento equilibrado a todas as partes). As inovações propostas merecem um exame cuidadoso, dado que, se aprovadas, imporão uma nova dinâmica a essas operações. Por exemplo, ao estabelecer que apenas a quantidade de ações que o acionista detiver na data do fato relevante participam do processo, há o risco de que a Bolsa inviabilize as negociações no período da OPA. Como se sabe, é comum que boa parte dos acionistas se desfaça de suas ações entre o anúncio da OPA e o leilão, embolsando os ganhos. Excluir os novos acionistas do processo pode alterar essa dinâmica, favorecendo ou dificultando as saídas do segmento, dependendo do alinhamento ou oposição dos acionistas remanescentes em relação à operação. Sugerimos que essa Bolsa considere se não seria melhor uniformizar as regras de Saída do Segmento com as regras da OPA para cancelamento de registro, estabelecendo que o cancelamento seria aprovado desde que não houvesse oposição de 1/3 ou mais das ações em circulação. Em caso de OPA obrigatória por desenquadramento no *free float*, caso houvesse essa oposição de 1/3 ou mais das ações em circulação, a companhia estaria dispensada do *free float* mínimo, permanecendo listada no Novo Mercado. Todavia, seria exigida a divulgação em destaque do risco de iliquidez das ações, como fator de risco destacado no Formulário de Referência.

- Laudo de Avaliação para Saída do Segmento. A proposta de que a regra permita a indicação de avaliador por 10% das ações em circulação, gera algumas preocupações (1) falta de uniformização com a regra de cancelamento de registro – que prevê a possibilidade de segunda avaliação (em caso de falhas no laudo); (2) desequilíbrio em favor dos acionistas do *free float* (que terão a prerrogativa de “partir o bolo e escolher o pedaço”); e (3) demora adicional causada pela convocação com 45 dias de antecedência. Nos parece que a regra atual de escolha a partir de uma lista tríplice deveria ser mantida, podendo-se adicionar, nas OPAs exclusivamente para saída de segmento, a possibilidade de novo laudo, seguindo o procedimento previsto na Lei 6.404/76 para o cancelamento de registro.
- Cancelamento de Registro. Pelo que entendemos, nas OPAs de cancelamento de registro, deixa de ser obrigatória a lista tríplice, pois prevaleceriam exclusivamente as regras da CVM. Nos parece que o sistema atual, que adiciona a lista tríplice ao procedimento previsto na Lei 6.404/76, tem funcionado bem, de forma que sugerimos avaliar a conveniência de mantê-lo no regulamento.

Esperando de oferecido contribuições úteis para a evolução dos segmentos especiais e listagem, subscrevemo-nos,

Atenciosamente,

Henrique Lang

Guilherme Sampaio Monteiro