

Carta/AMEC/Presi nº 04/2016

São Paulo, 29 de abril de 2016.

Ao

Sr. Edemir Pinto

Diretor Presidente

BM&F Bovespa SA

Praça Antônio Prado, 48

São Paulo, SP

CC: Sra. Flavia Mouta, Diretora de Regulação

Sra. Cristiana Pereira, Diretora de Desenvolvimento de Empresas

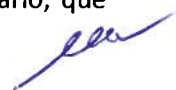
Ref: ATUALIZAÇÃO DO NOVO MERCADO – QUESTIONÁRIO DA CONSULTA PÚBLICA

Prezados Senhores,

É com prazer que a Associação de Investidores no Mercado de Capitais – Amec – dirige-se mais uma vez à BM&F Bovespa com o objetivo de contribuir no processo de evolução do Novo Mercado e dos Segmentos Especiais de Negociação.

De plano, fazemos referência à Carta Presi 06/2015, submetida a V.Sas. em 27.07.2015, imediatamente depois do anúncio do início deste processo de atualização de regras. A Amec reitera enfaticamente TODAS as sugestões colocadas naquele documento, no sentido de que são essenciais para que o Novo Mercado volte a ter a credibilidade que já teve perante a comunidade de investidores.

Nesta oportunidade, trazemos a V.Sas. as respostas de nossa associação ao Questionário da Consulta Pública iniciada pela BM&F Bovespa. O assunto foi debatido desde seu lançamento pelos membros de nossa Diretoria Executiva. Posteriormente, foi debatido na reunião da Comissão Técnica ocorrida em 13.04.2016, e finalmente aprovada por nosso Conselho Deliberativo em 28.04.2016. As respostas mais simples estão no corpo do questionário, que



segue anexo à presente correspondência. Os itens que demandam maiores comentários são tratados no corpo desta missiva.

Preliminarmente, nossos associados demonstraram preocupação com o formato do questionário. Ao tratar assuntos complexos de forma simples, ele traz o risco de que a essência das recomendações mais importantes não seja adequadamente transmitida. Além disso, notamos que, dos 10 itens trazidos à BM&F Bovespa como sugestão na correspondência supracitada, apenas dois foram tratados no questionário – a saber, a questão de regras de saída e a Câmara de Arbitragem. Por fim, chamou atenção a excessiva preocupação da BM&F Bovespa com a questão das regras de *free float* que, na visão dos nossos associados, deve ser mantida inalterada, haja vista a sua plena adequação e simplicidade de entendimento. Ademais, o foco em tal questão, acaba reduzindo a atenção que deveria ser dispensada em relação aos reais problemas que minam a credibilidade dos segmentos.

Por fim, nossos associados manifestaram preocupação com os temas apresentados no primeiro Workshop da Consulta Pública que – ao trazer ao debate retrocessos marcantes em termos de proteções aos acionistas e redução de conflitos de interesse – faz com que o debate seja ancorado no passado e não no presente, ou muito menos no futuro de nosso mercado.

No entendimento dos nossos associados, a reforma do Novo Mercado deve ser imbuída do mesmo espírito que levou à sua criação em 2001. No seminal documento¹ produzido pela MB Associados para a Bovespa em 2000, esse espírito já estava claro:


Baseado nas evidências mencionadas, concluímos que o principal instrumento de promoção do mercado de capitais deverá ser a governança corporativa que, de um lado, é, entre outras coisas, quem dará a segurança necessária ao investidor e, de outro, valorizará as empresas que, assim, poderão ter um custo de captação menor. Este processo possibilitará que o benefício da abertura de capital se estenda sobre um número maior de empresas pois, tanto do lado dos investidores quanto do lado das empresas alguns bons casos de sucesso vão projetar e atrair outros. Portanto, a principal barreira a ser superada é a criação de alguns casos de sucesso.(...)

Como as evidências sugerem que o aumento da proteção aos investidores minoritários constitui um mecanismo importante para desenvolver o mercado de capitais, propomos a criação de um mercado específico (ou uma seção dentro da Bovespa), regulado por contratos privados entre a Bovespa e as empresas listadas, o que dispensaria mudanças legislativas e, portanto, minimizaria a necessidade de atuação governamental. Este mecanismo visa estabelecer regras que governem as relações entre as empresas que desejarem se listar neste mercado específico e seus investidores de forma a dar-lhes uma maior proteção.

Na mesma linha manifestou-se a ex-presidente da CVM Maria Helena Santana²:

¹ Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro, MB Associados, 2000

² *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*, IFC/GCGF 2008.



The basic premise guiding the creation of the Novo Mercado was that a reduction in investor perceptions of risk would improve share values and liquidity. Specifically, BOVESPA believed that investors would perceive the risks to be lower if they were granted additional rights and guarantees as shareholders, and if the asymmetry of access to information between controlling shareholders/company management and market participants was narrowed, if not eliminated.

With investors seeing lower risks and stock valuations carrying a lower risk premium, more companies would go public. (...)

The extremely low number of companies going public on the Brazilian market in the 1990s shows how wide the gap was between business executives and investors in their perceptions of the value of businesses. Their perceptions took into account their exposure to governance risks.

Em outras palavras, de acordo com os próprios criadores do Novo Mercado, os princípios por trás de seu nascimento e de seu sucesso eram alinhamento de interesses, simetria de informações e de percepção de valores entre controladores e investidores.


Vimos nos últimos anos uma série de transações que violaram esses princípios. Três exemplos são bastante ilustrativos: Fertilizantes Heringer, Ecorodovias e Vanguarda. A primeira teve alienado bloco de 10% de seu capital a 8X o valor de mercado. A segunda fez reestruturação, admitindo sócio no grupo de controle, em transação que embutia prêmio de 70% sobre o valor de mercado. A terceira também teve parcela relevante alienada em transação similar, ainda que a preço não divulgado. O que essas transações indicam é que a premissa de que no Novo Mercado uma ação é igual a outra não vale mais. Essa é a questão fundamental que deve ser atacada neste processo de evolução.

Na mesma linha vimos a criação das ações “superpreferenciais” pela Gol Linhas Aéreas, admitidas à negociação no Nível 2. Mais uma vez recorrendo à memória e às palavras de Maria Helena Santana³:

One key problem in Brazil, as pointed out by domestic and international investors, was the predominance of non-voting stock known as “preferred shares”. Brazil’s Corporation Law authorized publicly held companies to issue up to two-thirds of their capital in the form of such preferred shares. This enabled holders of voting shares to control companies by owning as little as 17 percent of the company’s total equity or stock.

In some cases, control structures took the form of pyramids that made it possible for control to be wielded by someone who owned an even smaller portion of the company. This arrangement produced a fundamental misalignment of interests between those who held preferred shares and those who controlled the companies. In addition to the

³ Op. Cit.



fundamental differences between the two groups of shareholders, the structural changes taking place within the companies clearly showed that shareholders didn't have equitable treatment.

A criação do Novo Mercado visava endereçar os desalinhamentos permitidos pelas ações preferenciais. Na nova e criativa estrutura da Gol, o fator de desalinhamento é tal que permite o controle (antes de qualquer estrutura piramidal) com 1,5% do capital – e não mais 17%.

Esta é a dimensão pela qual os princípios que levaram à criação do Novo Mercado foram se diluindo. São esses princípios que precisam ser resgatados. Nada além de um mercado onde todas as ações são tratadas da mesma maneira, e correspondem a uma fração ideal do capital da companhia (x% do capital leva x% do fluxo de caixa descontado) será capaz de restaurar a credibilidade ao nosso mercado.

É com este espírito, portanto, que respeitosa e submetemos nossos comentários específicos às questões propostas pela BM&F Bovespa:

Questão 3: Você considera importante a criação de regras distintas para companhias com controle definido ou com capital disperso ?

Na opinião dos associados da Amec, o grande desafio das empresas sem acionista controlador é a criação de um conselho de administração eficaz, independente e que se comunica adequadamente com os investidores. Sobre esse tema, veja também nossas respostas às questões 8 a 15 abaixo.

Uma questão premente não resolvida em relação às empresas sem controlador diz respeito às normas de suas assembleias gerais – especialmente no que tange à eleição de administradores. A ausência da dicotomia controlador vs minoritário elimina a efetividade de dispositivos como a eleição em separado. Além disso, essas empresas normalmente possuem uma base de acionistas fortemente concentrada em estrangeiros – investidores que não são familiarizados com os trâmites necessários para a adoção do sistema de voto múltiplo. Assim, paradoxalmente, nas empresas sem controlador os incumbentes podem possuir mais controle na formação do conselho de administração do que nas empresas com controlador.

A Amec defende, portanto, que nas empresas sem acionista controlador, as eleições para o Conselho de Administração sejam SEMPRE realizadas pelo sistema de voto múltiplo. Adicionalmente, mostra-se ainda mais importante para as empresas sem acionista controlador a existência de uma Política de Engajamento, conforme descrito na resposta à questão 8.



Questões 5, 6 e 7: Percentual de ações em circulação

A Amec rechaça as propostas para alteração de regras de *free float* que tenham como objetivo acomodar a esdrúxula situação das estruturas de alavancagem de controle, tais como as ações “superpreferenciais”. No que tange às demais empresas que indicam dificuldades na manutenção do *free float*, entendemos que se trata de um filtro adequado, e que cabe às companhias que desejam o “selo” dos segmentos diferenciados criarem as condições para garantir a negociabilidade das suas ações.

O parâmetro precisa ser simples, transparente e crível. Dito isso, entendemos que determinadas situações ou transações societárias podem levar a uma redução momentânea do *free float* – o que justifica a prática adotada pela BM&F Bovespa de *waivers*. Entendemos, contudo, que tais *waivers* devem ser concedidos com parcimônia, e mediante regras pré-determinadas. Em nossas discussões internas duas alternativas surgiram: (1) limite de um *waiver* de 12 meses, prorrogável uma única vez por mais 12 meses; e (2) plano de reenquadramento do *free float* aprovado em assembleia de acionistas (incluindo o voto do controlador).

Outro parâmetro importante é que os prazos devem ser mais curtos para transações de empresas já listadas, e potencialmente mais elásticos para empresas que estejam listando suas ações pela primeira vez (IPOs).

Por fim, reiteramos que consideramos o debate pouco relevante para as questões que verdadeiramente ameaçam a credibilidade do Novo Mercado.

Questão 8: Quais medidas você considera mais efetivas para aprimorar a composição do conselho de administração das companhias listadas ?

Os associados da Amec entendem que a construção de um Conselho de Administração eficaz depende da capacidade dos seus acionistas em compreenderem como o órgão atua na criação de valor. Para isso, é fundamental que haja TRANSPARÊNCIA dos atos do conselho em relação aos acionistas. Não se trata aqui de defender ou não especificamente a publicação de atas. Na verdade, estamos falando de uma política de interação do conselho com os acionistas de uma maneira muito mais ampla. Em outras palavras, uma **POLÍTICA DE ENGAJAMENTO**. No nosso entendimento, tal política deve contemplar, no mínimo:

- Forma pela qual o Conselho dá transparência de seus atos
- Prestação de contas sobre as formalidades do trabalho do conselho (número de reuniões, calendário, assiduidade, etc)
- Política de comunicação estratégica com os acionistas, notadamente os maiores, tanto para ouvir como para relatar a forma como o Conselho tem atuado
- Franqueza na identificação de fragilidades e aprimoramentos possíveis do conselho
- Avaliação do conselho e dos seus membros, e comunicação das conclusões para os acionistas e stakeholders



- Conversas estratégicas sobre os *gaps* e necessidades para composições futuras do colegiado.

Recomendamos, portanto, que as empresas do Novo Mercado – e em particular aquelas sem acionista controlador– produzam e desenvolvam uma Política de Engajamento para registrar de maneira transparente a forma como prestam contas e interagem com seus acionistas.

Questão 9: Sobre a importância de membros independentes no conselho de administração

Os associados da Amec consideram fundamental que seja PROIBIDA a listagem nos segmentos especiais de companhias que possuam acordos de acionistas que vinculem o voto dos membros do Conselho de Administração. Esta prática nefasta – condenada pelo IBGC e pela Carta Diretriz 01 do mesmo instituto – tem o condão de tornar absolutamente inútil qualquer requerimento de independência do conselho. Ainda que 50% dos seus membros sejam independentes, a existência de decisões tomadas em reuniões prévias não apenas determina seu destino como impede a realização de quaisquer debates em prol da companhia – que se configuram como a grande vantagem trazidas pela presença de conselheiros independentes. Na existência desses acordos, portanto, consideramos o requerimento de independência absolutamente inútil.

Questão 10: Sobre percentuais distintos para membros independentes em diferente companhias

Caso a BM&F Bovespa deseje estabelecer percentuais diferenciados de independentes no conselho, entendemos que eles devam ser proporcionais à relevância das transações com partes relacionadas na realidade da Companhia, de maneira estrutural.

Questões 11 e 12: Sobre a definição de conselheiros independentes

Nossos associados acreditam que a definição atual não garante a independência dos conselheiros. A ser mantida a abordagem formal, seria importante considerar o tempo e a natureza da relação pretérita do conselheiro com a companhia e/ou controlador.

A proposta da Amec para este assunto é que o status de independência seja deliberado pela própria AGO, sem a participação dos acionistas controladores. Assim, a ordem do dia incluiria, após a eleição dos candidatos, a designação dos conselheiros que, na opinião dos sócios isentos teriam a característica de independência.

Outra sugestão levantada pelos nossos associados é que a definição de independência seja passível de um questionamento sumário junto à Câmara de Arbitragem do Mercado.



Questões 14 e 15: Sobre a avaliação dos conselhos de administração

Os membros da Amec entendem que um processo formal de avaliação do Conselho de Administração é fundamental para garantir a eficácia do órgão. Adicionalmente, trata-se de ferramenta indispensável para instruir os votos dos acionistas não controladores. Isso é particularmente verdadeiro no caso das empresas sem acionistas controladores. Do contrário, como poderiam os acionistas determinar a conveniência da reeleição dos conselheiros? Por esta razão, a Amec defende que todo processo de avaliação tenha como objetivo final dar uma informação útil aos acionistas para que possam instruir seus votos na eleição. Claro que não estamos falando de abrir a totalidade das informações discutidas no processo, mas sim as suas conclusões de maneira útil para a instrução do voto.

Trata-se de informação que deve estar ligada à Política de Engajamento que propomos em resposta à Questão 8.

Somos contrários, ao mesmo tempo, à uma definição de modelo de avaliação que avance além das premissas acima. Cada companhia deve buscar o modelo que atenda às suas necessidades, e ser transparente com relação ao modelo escolhido.

Questão 20: Sobre comitês de assessoramento

Mais importante do que definir quais comitês devem ser adotados pelas companhias é demonstrar que o conselho de fato trabalha, e que comunica seus trabalhos adequadamente aos acionistas. Mais uma vez fazemos referência a uma Política de Engajamento que defina os padrões de transparência do Conselho de Administração. Mas entendemos também que, do ponto de vista formal, um indicador importante da efetividade do conselho é o seu número de reuniões – se inferior a 6, por exemplo, é pouco provável que esteja de fato atendendo a todos os seus deveres fiduciários.

Sugerimos, portanto, que as regras do N2 e NM determinem um número mínimo de reuniões do conselho de administração, que sugerimos em 6.

Questão 22: Sobre comitês de auditoria

Sugerimos adicionalmente que o Comitê de Auditoria seja composto exclusivamente por membros do conselho de administração, em linha com as práticas internacionais e fugindo do modelo criado no Brasil que conta com não conselheiros. Adicionalmente, na linha da IN CVM 509, a maioria de seus membros deve ser independente.



Questão 34: Regras de deslistagem

Esta talvez seja uma das questões mais críticas da atual realidade do N2 e NM. Apesar de todas as proteções garantidas pelo Regulamento, as companhias podem facilmente “desligar” tais proteções retirando-se dos níveis especiais – de maneira muito simples.

A facilidade de saída talvez se justificasse na origem do Novo Mercado, quando ele ainda era desconhecido e não comprovado. Hoje a realidade é profundamente diferente. E acumulam-se neste período casos de companhias que optaram por sair dos níveis – mesmo que sob opinião contrária dos seus conselhos de administração.

O regime atual confere proteção praticamente inócua. A regra de oferta pública a um valor determinado por laudo de avaliação – ainda que em lista tríplice – esbarra na dura realidade de que tais laudos viraram peças de ficção no país⁴. O fato de o valor ser sancionado em assembleia geral torna-se irrelevante por permitir o voto do acionista controlador – maior interessado na proposta – e no conflito gerado com os preparadores dos laudos. Por fim, a inexistência de um nível mínimo de adesão à OPA garante a facilidade do processo.

A saída do NM é algo muito sério para o investidor. Trata-se de um rompimento de contrato com este, que comprou as ações assumindo como premissa as proteções conferidas pelo regulamento. Suas regras, portanto, devem ser mais estritas.

E nesse contexto, o próprio mercado já tem a solução: o regime do fechamento de capital da Instrução CVM 361. Trata-se de rito que foi longamente maturado pela experiência de mercado, passando pelas instruções 229, 299 e 345, além da reforma da Lei 6.404 em 2001, até atingir seu formato atual. Sua preocupação maior é permitir a tomada de decisão livre por parte do acionista, sem pressões, incentivando o ofertante a escolher um nível de preço justo para estimular o vendedor.

Adicionalmente, ressaltamos que o Dr. Paulo Cesar Aragão, durante o Workshop desta Consulta Pública em 07.04.2016, chamou atenção para as dificuldades criadas pela existência de diferentes regimes de oferta. A unificação do regime do Novo Mercado com a IN CVM 361 para cancelamento de registro resolveria também este problema, do ponto de vista das companhias e dos acionistas controladores.

Nossa sugestão, portanto, é que a regra de saída do N2 e NM seja idêntica ao regime de cancelamento de registro da IN CVM 361.

⁴ A este respeito nos referimos ao artigo em <http://www.amecbrasil.org.br/para-que-servem-os-laudos/>

Questão 35: Arbitragem

Os associados da Amec não possuem consenso hoje sobre a conveniência da arbitragem como solução de controvérsias. A mera constatação deste fato já aponta para uma deterioração do conceito, uma vez que em 2001 a arbitragem era considerada uma espécie de panaceia para os conflitos societários. O que deu errado ?

No entendimento dos nossos associados, são três os principais entraves para o sistema: transparência, custo e limitantes administrativos.

No item transparência, salientamos que a confidencialidade da Câmara de Arbitragem impede a criação e visibilidade de jurisprudências e – mais grave ainda – permite a realização de acordos que beneficiem algumas partes em detrimento da totalidade dos acionistas. Estamos falando do famigerado *green mail* que, se ainda raro ou inexistente por aqui, é um grande problema em outras jurisdições. A força da nossa legislação societária praticamente impede o *green mail*. A opacidade da arbitragem o permite. Assim, nossa recomendação é que as decisões da Câmara de Arbitragem do Mercado sejam integralmente publicadas.

No quesito custo, entendemos que as reformas legais que obrigam o uso de arbitragem para empresas com cláusula arbitral embutem o risco de inviabilizar o acesso à justiça para os pequenos investidores. A arbitragem é cara, e o pequeno investidor pode ficar excluído da proteção do sistema. Assim, é fundamental a resolução deste problema, seja através da constituição de um fundo para recursos à Câmara – financiado pela bolsa, pelas empresas e/ou pelos investidores – ou a criação de um sistema preferencial de baixo custo para atender a esta necessidade. Nesse sentido a criação de uma jurisprudência arbitral também seria uma eficiente ferramenta de redução de custos.

Por último, faz-se necessário trabalhar com a CVM para resolver o problema decorrente da impossibilidade do pagamento de honorários arbitrais por fundos de investimento. Tal limitação altera profundamente a realidade para o tomador de decisão do investidor institucional, muitas vezes fazendo-o desistir do processo. Por que um gestor pagaria custos arbitrais do seu bolso, se eventual ganho fluiria para os cotistas do fundo e não para si ? A realidade faz com que a relação custo-benefício da arbitragem se torne praticamente inviável.

Conclusão

São essas portanto as respostas da Amec ao questionário da BM&F Bovespa para esta fase do processo de “evolução” do Novo Mercado e dos níveis especiais de governança corporativa. Reiteramos que, ainda que muitas sugestões possam ser consideradas boas práticas, a essência do que o Novo Mercado se propôs criar foi um ambiente sem assimetria de valor e informações.



É nisso que deve focar a presente evolução. Mais uma vez para nos inspirar, as palavras de Maria Helena Santana⁵:

The basic premise guiding the creation of the Novo Mercado was that a reduction in investor perceptions of risk would improve share values and liquidity. Specifically, BOVESPA believed that investors would perceive the risks to be lower if they were granted additional rights and guarantees as shareholders, and if the asymmetry of access to information between controlling shareholders/company management and market participants was narrowed, if not eliminated.

Esqueçamos o acessório. Foquemos no principal.

Esta é a mensagem da Amec.

Sendo o que tínhamos para o momento, inscrevemo-nos.

Atenciosamente,



MAURO RODRIGUES DA CUNHA
Presidente Executivo

⁵ Op.Cit.