

Carta/AMEC/Presi nº 11/2016

São Paulo, 09 de setembro de 2016.

Ao

**Sr. Edemir Pinto**

Diretor Presidente

BM&F Bovespa SA

Praça Antônio Prado, 48

São Paulo, SP

novomercado@bvmf.com.br

CC: Sra. Flavia Mouta, Diretora de Regulação

Sra. Cristiana Pereira, Diretora de Desenvolvimento de Empresas

**Ref: EVOLUÇÃO DOS SEGMENTOS ESPECIAIS – AUDIÊNCIA 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. Fazemos referência ao Edital de Audiência Pública em epígrafe, e à Minutas de Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 publicados por V.Sas. A presente correspondência deve ser lida conjuntamente às outras manifestações da Amec sobre o tema, notadamente a [Carta Presi 06/2015](#) e a [Carta Presi 04/2016](#), com seu anexo.

Passamos, portanto, diretamente às sugestões da Amec ao processo em curso:

1. Inicialmente registre-se a Amec aplaude a grande maioria das propostas contidas nas respectivas minutas. Não obstante, reiteramos nosso sentimento de que a reforma

deve se ater às questões essenciais para reestabelecer a confiança do mercado nos Segmentos Especiais. Mais especificamente, devemos nos perguntar se as mudanças ajudam a desfazer a inequação 1% ≠ 1%, ou seja, investidores que compram 1% do capital da companhia recebem menos do que 1% do seu valor. Desmontar esta armadilha é a questão mais importante da reforma. Assim, alguns comentários abaixo que podem sugerir a remoção de determinadas propostas não devem ser lidos como uma oposição da associação à questão (exceto quando explicitamente dito), mas sim uma preocupação em concentrar energias naquilo que é essencial.

2. A Amec não se opõe às alterações propostas para o *free float* mínimo nas empresas do Novo Mercado. Contudo, reiteramos nossa oposição às propostas relativas ao Nível 2, pelas razões já expostas na [Carta Presi 04/2016](#).
3. A Amec é favorável às propostas a respeito da independência dos conselheiros, especialmente o mínimo de 2 conselheiros independentes e a confirmação da independência pelo conselho de administração incumbente. Contudo, entendemos que a redação atual do respectivo artigo da minuta não deixa clara a necessidade de manifestação expressa dos conselhos. Tendo em vista a realidade, por mais incrível que pareça, de que boa parte das propostas da administração às assembleias não são de fato discutidas nos conselhos, consideramos que deva ser feita menção expressa a tal confirmação no Artigo 18, com obrigatoriedade de publicidade de qualquer voto divergente e o seu fundamento.
4. Não obstante, reiteramos fortemente a necessidade de proibição de vínculo de voto dos conselheiros através de acordo de acionista, nos termos do Artigo 118, Parágrafo 8º da Lei 6.404/76. Tal dispositivo torna inócuo, para todos os efeitos práticos, a existência de conselheiros independentes, pois as decisões já chegam fechadas à reunião – tendo sido decididas por grupo que EXCLUÍ os conselheiros independentes.
5. Sobre o mesmo tema, reiteramos a importância de existir um caminho para aferição independente da independência (sic), tendo em vista o potencial conflito de interesses do próprio Conselho de Administração nesta análise. Sua deliberação em separado pela assembleia é a maneira mais eficaz, em nossa opinião. Na sua impossibilidade, consideramos importante que seja incluída no regulamento dos Segmentos previsão de que acionistas divergentes possam recorrer à Câmara de Arbitragem para que seja feita uma análise objetiva e QUALITATIVA da efetiva independência de um conselheiro. Tanto o recurso à Câmara como seu resultado devem ser publicados imediatamente pela Companhia.
6. Entendemos que a presunção de independência do conselheiro indicado por acionista minoritário mereça maior reflexão. Não houve consenso na Amec sobre a melhor alternativa, mas houve muito debate.

7. De toda maneira, entendemos que o conceito de independência deva ser diferente em empresas com acionistas controladores ou sem esta figura.
8. Reiteramos que os períodos de *cooling off* para que conselheiros com relações anteriores tornem-se independentes devem ser revistos e aumentados.
9. Em que pese o advento do Boletim de Voto, entendemos que investidores estrangeiros seguirão com dificuldade de entender o sistema de voto múltiplo e, conseqüentemente, requisitar sua instalação. Entendemos que ele deva ser estabelecido como padrão para empresas do Novo Mercado, especialmente aquelas sem acionista controlador.
10. Apoiamos as novas obrigatoriedades de políticas. Contudo, reiteramos nossa sugestão da [Carta Presi 04/2016](#) no sentido da criação de uma Política de Engajamento, que englobe a política de indicação, divulgação, negociação, e trata de pontos adicionais como comunicação do conselho com seus acionistas.
11. Aplaudimos a iniciativa de obrigatoriedade de avaliação do Conselho de Administração. Contudo, consideramos que tal avaliação pode ser inócua se não tiver transparência e *accountability*. Neste sentido, é fundamental que resultados do processo sejam divulgados ao público – ou mais especificamente à Assembleia na Proposta da Administração - ainda que de forma agregada. Um bom exemplo é o processo de avaliação do IBGC, disponível em seu relatório anual.
12. Consideramos desnecessária a obrigatoriedade de asseguarção do relatório sócio-ambiental, mas apoiamos sua divulgação em padrão internacional, ainda que mediante prazo razoável de implementação.
13. Aplaudimos fortemente a obrigatoriedade de divulgação da remuneração da administração na forma determinada pela CVM. Contudo, tendo em vista algumas visões arraigadas que ainda prevalecem sobre o tema, recomendamos uma implementação em fases, de maneira que as empresas que ainda utilizam decisões judiciais para não cumprir a norma publiquem inicialmente o ano em curso e os seguintes, até constituir o histórico de 3 anos previsto pela CVM.
14. Consideramos importante que a divulgação da remuneração recebida de subsidiárias e outras partes ligadas seja feita no mesmo nível de detalhamento que os pagamentos feitos pela própria companhia. Entendemos que hoje no formulário de referência isso não acontece.
15. Consideramos importante, em adição à obrigatoriedade de divulgação dos regimentos dos comitês, que seja também obrigatória a divulgação dos regimentos dos conselhos de administração e fiscal. Entendemos que seria positivo também que o Formulário de Referência fosse submetido à deliberação do Conselho de Administração.

16. Na mesma linha, e a exemplo do que foi previsto no Programa Destaque em Empresas Estatais, sugerimos que as atas do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal sejam divulgadas a pedido de qualquer um de seus membros, excluído trecho cuja divulgação possa afetar legítimo interesse da Companhia.
17. No espírito do Parágrafo 1 desta missiva, consideramos o conteúdo das Seções VI e VII, sobre comitês e sobre fiscalização excessivamente detalhistas. A Amec não se oporia à eliminação das propostas sobre auditoria interna e compliance, por extrapolarem, na nossa opinião, o que deve ser o foco do Novo Mercado. Reitere-se: são boas práticas, mas talvez torne o regulamento oneroso demais para algumas empresas.
18. Também consideramos desnecessária a criação de dois comitês de assessoramento. Ainda que as funções de indicação e remuneração tenham que ser exercidas pelo Conselho, podem ser feitas diretamente em algumas situações.
19. Aplaudimos a obrigatoriedade do Comitê de Auditoria Estatutário, de acordo com a IN CVM 509. Contudo, acrescentaríamos a obrigatoriedade de que 100% dos membros sejam conselheiros, e que sua coordenação seja feita por conselheiro independente, nas linhas do Programa Destaque em Empresas Estatais.
20. Com relação às regras para distribuição pública, nossos associados manifestaram grande preocupação com a justeza dos processos de *bookbuilding*, incluindo alocações discricionárias e fluxos de informação questionáveis entre bancos e investidores, levando a ordens infladas e à criação de expectativas muitas vezes sem respaldo na realidade. Não está claro para a Amec que o processo da maneira como é feito atenda ao melhor interesse da Companhia. Não temos uma solução específica para este problema no momento, mas ficamos à disposição para discutir o assunto com a BM&F Bovespa nos próximos meses. O que nos parece certo é que o processo peca por falta de transparência e equidade.
21. A Amec recomenda a remoção da possibilidade de oferecer prêmio para que o acionista não adira a oferta de *tag along*. Trata-se de instrumento esdrúxulo criado pela Lei 10.303/01, que por isso mesmo não se tornou prática de mercado. A hipótese confunde mais do que ajuda.
22. A Amec aplaude o advento da “OPA 30” como forma de mitigar as dificuldades práticas de implementação das ofertas de *tag along*. Contudo, ela não resolve inteiramente o problema. No nosso entendimento, é importante que sejam dados estímulos às trocas de controle através da realização de OPAs, na forma do Artigo 257 da Lei 6.404/76. É importante entender quais os obstáculos que fazem que o dispositivo seja pouco utilizado, em favor das aquisições diretas de ações dos acionistas controladores, seguido de OPA para 100% do free float. A Amec entende que o cenário ideal é que todas as aquisições de ações de controle sejam feitas na forma do Artigo 257. É possível que o Regulamento dos Segmentos Especiais possa estimular a prática,

eliminando por exemplo a necessidade de ofertas adicionais em caso de realização de operações que sigam o Artigo 257. O conceito fundamental é que a aquisição proporcional de ações de todos os acionistas – controladores ou minoritários – é a forma mais eficaz de garantir a equidade dos segmentos especiais – sem dúvida seu maior valor. Em outras palavras, é o que garante que 1% = 1%.

23. Desnecessário dizer que a BM&F Bovespa deve se manter atenta a propostas que venham a descaracterizar a regra de preço para a OPA 30, qual seja, o maior valor pago pelo ofertante em qualquer transação nos 12 meses anteriores à oferta.
24. Sugerimos ainda que, ofertas que contenham componente não caixa (tais como *escrow accounts*, pagamentos em bens, etc.), sobretudo nos casos de alienação de controle, devam oferecer alternativa 100% em moeda corrente para os investidores. Mas tal alternativa deve ser acompanhada de um *fairness opinion* independente, além da opinião do Conselho de Administração de que a alternativa é justa. Isso se deve à realidade de que muitos investidores institucionais são OBRIGADOS a aceitar a alternativa, por não poderem manter em carteira determinados ativos.
25. A Amec aplaude entusiasticamente a proposta de alteração das regras de saída dos segmentos especiais. Como já dissemos em manifestações anteriores, trata-se de um dos grandes flancos abertos no sentido de ameaçar a credibilidade do sistema, dado que as proteções conferidas pelo segmento podem ser “desligadas” através da opinião discricionária e unilateral do acionista controlador (em parceria com um avaliador amigo).
26. A regra de quórum nos parece muito complexa. Acreditamos que não haveria prejuízo de simplesmente se referir ao quórum no dia do leilão.
27. O regulamento deve prever expressamente que a BM&F Bovespa excluirá do *free float* para efeito de cálculo dos quóruns acionistas que, por exemplo, (1) tenham elegido mais que 50% do conselho de administração nas últimas assembleias, (2) tenham se retirado recentemente do grupo de controle, (3) outras situações que sugiram comunhão de interesses entre o acionista e o ofertante.
28. Deve ser vedada ainda expressamente formas criativas de afastar a incidência de ofertas públicas, inclusive no caso de saída. Fazemos referência à [Carta Presi 09/2016](#), que trata deste assunto.
29. Com o intuito de simplificar o regulamento, sugerimos retirar as referências às avaliações por patrimônio líquido contábil e a valor de mercado. São métodos pouco úteis aos investidores, sendo que o primeiro já é disponível nas demonstrações financeiras. Levam ao gasto com a contratação de avaliadores desnecessários e, ainda, ao risco de distorcer as reais avaliações que podem aproximar o valor justo.

30. Sugerimos deixar mais clara no regulamento a possibilidade de acionistas aceitarem a saída do Novo Mercado sem vender as ações através da manifestação de sua vontade.
31. Por fim, frisamos que em que pese a relevância das mudanças ora discutidas, há uma necessidade premente de se discutir o *enforcement* das regras, seja através da Câmara de Arbitragem, seja através da própria BM&F Bovespa. Nossas opiniões a respeito foram registradas nas Cartas Presi [06/2015](#) e [04/2016](#), e seguem válidas.

Atenciosamente,

MAURO RODRIGUES DA CUNHA  
Presidente Executivo