

Carta/AMEC/Presi nº 13/2024

São Paulo, 2 de agosto de 2024

À
B3 – Brasil, Bolsa, Balcão S.A.

A/C
Diretoria de Emissores – DIE
Sra. Flavia Mouta

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado para Emissores
Sr. Fernando de Andrade Mota

E-mail: sre@b3.com.br

Ref: Consulta Pública nº 01/2024 – DIE – Proposta de Reforma do Regulamento do Novo Mercado

Prezados Srs.,

A Associação de Investidores no Mercado de Capitais - Amec vem, à presença dessa ilustre Diretoria de Emissores e Superintendência de Desenvolvimento de Mercado para Emissores, parabenizar a B3 pela iniciativa de buscar o aprimoramento do regulamento do Novo Mercado mediante consulta pública para posterior submissão de proposta às companhias listadas nesse mais alto segmento de listagem no país.

Importante destacar que o Novo Mercado (“NM”) trouxe, desde sua criação, importantes princípios para diferenciação dos requisitos dos demais segmentos de listagem. Prestes a completar 25 anos, é inegável que o NM se consolidou como o principal instrumento de alinhamento às melhores práticas da governança corporativa. O NM é, inclusive, citado internacionalmente como referência para desenho dos modelos em outras jurisdições.

Nesse sentido, a Amec reconhece a sua consagrada importância de modo que traz, neste momento, comentários e sugestões de aperfeiçoamento, incluindo também algumas

preocupações apontadas por associados, especialmente relacionadas ao processo de saída de companhias desse segmento de listagem. Refletindo visão histórica, a Amec entende que a saída do NM deveria ser acompanhada de cláusulas mais restritivas, com escrutínio público mais adequado.

A Amec gostaria sublinhar a relevância desta reforma, conforme comentários que serão realizados ao longo do texto, mas gostaria também de trazer as principais questões apontadas pelos associados, decorrentes de conversas realizadas sobre a reforma no Brasil e no exterior. Foram diversas rodadas de conversas com os mais variados públicos, bem como a Amec constitui um Grupo de Trabalho específico para se debruçar sobre a minuta apresentada.

Aspectos como aumento do número de independentes, inclusão de regras de clawback para remuneração de executivos, definição de regras mais restritivas de overboard, avanço na definição do comitê de auditoria como estatutário, aspectos de arbitragem, são considerados os itens mais relevantes no entendimento dos associados, sem prejuízo ou demérito dos demais itens, também relevantes e que buscam alinhamento internacional.

Como a proposta de reforma depende de aprovação das companhias listadas no segmento, a Amec entende como importante a priorização dos itens indicados para não prejudicar a motivação da reforma perseguida.

Ainda nesse sentido, a Amec entende como relevante e necessário que ao ser submetido às companhias, a B3 buscar a individualização ou agrupamento dos pontos a serem debatidos, de forma que eventuais pontos de discordância não comprometessem os demais itens durante o processo de aprovação.

Ao final da presente manifestação, consolidamos de maneira resumida as respostas aos questionamentos diretos formulados pela B3 ao longo da Consulta Pública.

I – DO SELO EM REVISÃO

A Amec reconhece o valor da iniciativa e da importância de que tal comunicação tem perante investidores e o mercado como um todo, principalmente por conferir à B3 uma atuação célere, sinalizando ao mercado que algo precisa de atenção maior dos investidores em suas decisões de manter, comprar ou vender valores mobiliários de emissão de uma determinada companhia.

Os eventos indicados na minuta da consulta pública, abaixo relacionados, receberam gradação de importância diferente perante os associados, além da percepção de falta de outras hipóteses que também mereceriam especial atenção da B3 e demais agentes.

De maneira geral, a Amec entende como importante que a B3 mantenha mecanismos de atuação tempestiva diante de comportamentos perniciosos da companhia e que o fazem sem a devida transparência. Entretanto, sugerimos que no rol dos eventos sejam mantidos apenas aqueles mais severos para que não haja questionamentos, inclusive judiciais, pelas companhias sobre o tema.

Ainda, os associados entenderam como complexa a vinculação da atuação da B3 à divulgação/comunicação da própria companhia, o que pode trazer ainda mais deficiência na transparência das informações ou sua postergação. Nossa sugestão é de que não haja tal vinculação de maneira obrigatória.

Nesse sentido, a Amec avalia como necessário que a B3 possa atuar sobre esses casos ainda que a Companhia não divulgue Fato Relevante, com iniciativa por meio de uma fiscalização ou com base em indícios oriundos de informações não necessariamente divulgadas pela companhia.

Nos termos do edital, o selo do NM poderia ser colocado em revisão, caso algum dos seguintes eventos fosse verificado:

- (i) Divulgação de fato relevante que demonstre a possibilidade de erro material nas informações financeiras, conforme definido pelas normas contábeis brasileiras, incluindo aqueles relacionados a fraude;
- (ii) Atraso superior a 30 dias na entrega das informações financeiras, em relação à data limite prevista na regulação;
- (iii) Relatório dos auditores independentes com opinião modificada;
- (iv) Solicitação de recuperação judicial no Brasil ou procedimentos equivalentes em jurisdições estrangeiras;
- (v) Incapacidade de manutenção de diretor estatutário na função decorrente de prisão ou morte, sem a divulgação de substituto ou plano de sucessão por mais de 7 dias úteis;
- (vi) Desastre ambiental envolvendo a companhia; ou
- (vii) Divulgação de fato relevante sobre:
 - (a) acidente fatal envolvendo trabalhadores ou prestadores de serviço da companhia, no exercício de suas funções, que não seja acompanhado de plano de ação; ou
 - (b) a existência de práticas trabalhistas que violem direitos humanos no âmbito de atuação da companhia.

Os quatro primeiros itens foram recebidos pelos associados como os de maior importância e, indubitavelmente, se referido tópico for aprovado caracterizará importante avanço.

Em que pese a importância dos demais itens, entendemos que em benefício de eventual priorização, as alíneas (i) à (iv) seriam essenciais no entendimento dos associados.

Além disso, os associados sentiram falta de outras hipóteses, tão graves quanto, e que deveriam receber especial atenção pela B3 na minuta final do regulamento, quais sejam casos de fraude ou condenação da Companhia ou de seus administradores em temas como corrupção e lavagem de dinheiro.

Recebemos ainda de investidores internacionais sugestão de inclusão de outras fontes de informação, como por exemplo eventuais denúncias contra à Companhia e seus administradores perante, por exemplo, o Pacto Global das Nações Unidas¹ ou em outras jurisdições.

Além disso, a Amec observa que muitas das iniciativas estão atreladas a eventuais divulgações realizadas pela própria Companhia (fato relevante), pelo que poderíamos estar migrando para uma maior falta de transparência, em que determinadas informações, ainda que públicas e notórias não seriam tratadas em comunicados obrigatórios. O caso “Americanas” é o exemplo mais icônico disso.

II – DA LIMITAÇÃO DE PARTICIPAÇÃO EM CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO e DO LIMITE DE MANDATOS PARA CONSELHEIROS INDEPENDENTES

No entendimento da Amec, a limitação quantitativa de participação é uma necessidade de forma que cada conselheiro possa se dedicar adequadamente à companhia.

Vemos como alinhada à prática internacional o objetivo da B3 de incluir no Regulamento do Novo Mercado a limitação de participação em conselhos de administração. Contudo, entendemos que a estipulação do número máximo de 5 assentos em conselhos poderia receber ajuste, conforme tendência internacional a seguir detalhada.

O tema de *overboarding* já foi objeto de debates intensos entre Proxy Votters e Investidores Institucionais ao redor do mundo. Em 2019, o debate ganhou novo impulso

¹ Pacto Global Nações Unidas

Lançado em 2000 pelo então secretário-geral das Nações Unidas, Kofi Annan, o Pacto Global é uma chamada para as empresas de todo o mundo alinharem suas operações e estratégias aos Dez Princípios universais nas áreas de Direitos Humanos, Trabalho, Meio Ambiente e Anticorrupção e desenvolverem ações que contribuam para o enfrentamento dos desafios da sociedade. É hoje a maior iniciativa de sustentabilidade corporativa do mundo, com mais de 21 mil participantes, entre empresas e organizações, distribuídos em 65 redes locais, com abrangência e engajamento em 162 países.

<https://www.pactoglobal.org.br/sobre-nos/>

por meio de discussão iniciada por Investidores Institucionais ganharam tração ao definir o limite de assentos em até 4, tornando essa a prática majoritária².

Esse debate já foi refletido nas políticas de votação para o Brasil de *Proxy Voters* e Investidores institucionais, como pode ser visto na tabela abaixo:

Número Máximo de Assentos Permitidos			
Proxy Voting Guidelines³	Conselheiro sem posição executiva	Conselheiro CEO ou com outra posição executiva	Presidente do Conselho de Administração
Glass Lewis	4 ⁴	2	2
ISS	5 ⁵	-	2
BlackRock	4	2	2
Legal & General	4	1	2
State Street	4	2	3
Fidelity	5	2	-
Vanguard (US)	4	1	1
JP Morgan	4	2	-
Invesco	4	<4	<4
Northern Thrust	4	2	-
Alliance Bersntein	4	4	-
Mass Financial	4	2	-
Média	4.2	2.0	2.0

² Holly Gregory, Rebecca Grapsas, and Claire Holland, Sidley Austin LLP. Roundup of Director Overboarding Policies. Acesso disponível em: <"

<https://corpgov.law.harvard.edu/2021/11/13/roundup-of-director-overboarding-policies/>>

³ Para aqueles que possuíam políticas de voto especificamente destinadas ao Brasil, analisamos a política específica, os que não tinham analisamos as políticas globais.

⁴ "We generally recommend that shareholders vote against directors who serve on an excessive number of boards. We define excessive as: (i) any director who serves as an executive officer of any public company while serving on more than one other public company board; (ii) any director who serves as a 'full-time' or executive member of the board of any public company while serving on more than two additional external public company boards; (iii) a chair who serves on two other public company boards; and (iv) any director who serves on five or more other public company boards."

Glass Lewis 2024 Benchmark Policy Guidelines— Brazil. Acesso disponível em: <"
<https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2023/12/2024-Brazil-Benchmark-Policy-Guidelines-GlassLewis.pdf>>

⁵ "Generally, vote against management nominees who: (i) Sit on more than five public company boards; or (ii) Are CEOs of public companies who sit on the boards of more than two public companies besides their own — recommend against only at their outside boards. Generally, vote against the bundled election of directors if one or more nominees, if elected, would be overboarded." ISS Brazil Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations. Acesso disponível em: <"
<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/Brazil-Voting-Guidelines.pdf>>

Observa-se que as recomendações trazidas no *Proxy Voting Guidelines* da ISS são mais flexíveis do que aquelas implementadas pelos grandes investidores institucionais e diferem ainda daquela trazida pela Glass Lewis.

Nesse sentido, importante destacar que em 2015, quando a ISS promoveu pesquisa entre seus clientes perguntando se deveria reduzir o limite máximo de assentos, à época de 6 assentos, 34% dos investidores defenderam o número máximo de 4. O número de investidores que votou para que o número máximo fosse de 5 assentos foi de 18%, com 20% votando para manter em 6 e 28% votando para não ter limite máximo ou por entender que o número máximo dependeria de circunstâncias específicas.⁶

Na medida que Investidores Institucionais tornaram mais rigorosas suas políticas de overboarding, a ISS decidiu visitar esse tema em 2019. Nessa ocasião, o número de investidores que entendia que o limite de 4 assentos seria o adequado aumentou para 42%, enquanto apenas 3% defendiam o limite de 6 assentos e 22% o limite de 5 assentos.⁷

No mesmo sentido, em 2019, a ISS Analytics, setor responsável por análises independentes de tendências de governança corporativa decidiu rever o tema. Na oportunidade concluiu que: “[...] *in developed markets, investors tend to expect a maximum of four or five mandates, with four boards gaining traction as the new limit among many companies and investors.*”⁸

No Brasil é possível observar que diversas companhias passaram a adotar 4 como limite máximo ideal. Em 2023, a Vale S.A., ao avaliar os candidatos para seu Conselho de Administração considerou *“avaliação dos atuais Conselheiros e plano sucessório do Conselho, incluindo premissas de overboarding, tenure e diversidade, em linha com melhores práticas internacionais de Governança”*. Como consequência, estabeleceu o que segue:

“Tendo em vista a dimensão dos desafios da Vale e a importância da disponibilidade de tempo para o exercício adequado de funções no seu Conselho de Administração, o Comitê avaliou os principais conceitos de overboarding adotados por investidores da Companhia e proxy agencies, e, após debate, desenvolveu proposta própria sobre o tema, para fins de avaliação de candidatos e Conselheiros, conforme abaixo descrita:

⁶ <https://www.issgovernance.com/file/policy/us-overboarding.pdf>

⁷ <https://www.issgovernance.com/file/policy/2019-2020-iss-policy-survey-results-report.pdf>

⁸ <https://www.iss-corporate.com/library/director-overboarding-global-trends-definitions-and-impact/>

(i) Ocupar no máximo 4 posições em Conselho de Administração (e/ou Conselho Fiscal) concomitantes, incluindo a Vale, e considerando também companhias de capital fechado, mas excluindo ONGs e Conselhos pro bono. A posição de Presidente do Conselho de Administração (e/ou Conselho Fiscal) deve ser considerada em dobro para este cômputo.

(ii) No caso de profissionais que ocupem posição executiva em outras empresas, a recomendação é no sentido de se aceitar apenas a Vale como demanda adicional de tempo. Devem ser excetuados desta restrição executivos responsáveis pelo acompanhamento de sociedades investidas, devendo ser avaliada sua disponibilidade de tempo para dedicação ao Conselho da Vale.

(iii) A posição de Presidente do Conselho de Administração da Vale deve ser exercida por profissional brasileiro que ocupe, no máximo, mais uma posição de membro de Conselho de Administração (e/ou Conselho Fiscal). Outrossim, a posição de Presidente do Conselho de Administração da Vale não deve ser ocupada por profissional que exerça, concomitantemente, posição executiva em outra companhia.”⁹

De maneira semelhante, a Lojas Renner S.A. estabeleceu em seu Regimento Interno do Conselho de Administração que: “o membro do Conselho de Administração: [...] (iv) não poderá atuar como (incluindo a Companhia): (a) membro de conselho de administração em mais de quatro empresas com ações listadas em bolsa de valores, concomitantemente; ou (b) Presidente de conselho de administração, concomitantemente à atuação como membro de conselho de administração em mais de duas outras empresas com ações listadas em bolsa de valores.”¹⁰

Dessa forma, os associados da Amec entendem que o limite máximo de assentos em Conselhos de Administração seja fixado em 4.

Além disso, diante das especificidades dos conselhos de grandes companhias e de *corporations*, que tendem a demandar mais dos conselheiros, os associados entendem que seria adequado estabelecer ainda critério adicional para tornar mais restritivo o limite máximo de assentos em conselhos nessas companhias.

Assim, analisando o índice Ibovespa, percebemos que as 43 companhias que possuem peso no índice maior que 0.5% tiveram nos últimos 12 meses faturamento médio de R\$76.88 bilhões de reais. Dentre essas, apenas 6 tem faturamento abaixo dos R\$10

⁹ <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/e1c63355-6c7b-96d4-8457-9585699cf904?origin=1>

¹⁰ <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/13154776-9416-4fce-8c46-3e54d45b03a3/c4b5f01c-4b6f-4dcc-a2da-cb6ddf0c1c00?origin=1>

bilhões. Por isso, sugerimos que seja adotado o critério mais rigoroso para Companhias que possuam peso maior que 0,5% do Índice Ibovespa.

Apenas em linha de exceção, entendemos que setores que mantenham conselheiros com atuação na holding e também em subsidiárias, como ocorre por exemplo no setor elétrico, poderiam ser objeto de eventual flexibilidade, permitindo melhor alinhamento dentro do mesmo grupo.

No que se refere ao questionamento realizado pela B3 se tal limitação se aplicaria apenas às companhias abertas, excluindo a participação em conselhos de companhias fechadas, a Amec entende que neste momento melhor seria a manutenção da regra apenas em companhias abertas.

Regras de independência

No que se refere ao limite de mandatos consecutivos para que o conselheiro perca a sua condição de independente, a Amec entende como adequado o prazo de 10 (dez) anos de atuação consecutiva, mas diverge do entendimento de que apenas 2 (dois) anos de afastamento da companhia seriam suficientes para que o conselheiro recuperasse a sua condição de independente, principalmente por, em regra, ser o equivalente a apenas um mandato de afastamento.

Nesse sentido, sugerimos a ampliação do intervalo (interstício) para 5 (cinco) anos ou o equivalente a 2 (dois) mandatos, o que for maior, com o entendimento de que nesse período não haveria alteração substancial nem mesmo do quadro de executivos da companhia, pelo que o retorno do conselheiro ocorreria no mesmo formato que encontrado quando se retirou.

Ressaltamos que o critério de independência não é óbice para o conselheiro permanecer na companhia. Havendo avaliação positiva de sua atuação, não haveria impedimento para sua manutenção como administrador, adquirindo apenas o enquadramento de não independente.

III – DO PERCENTUAL DE CONSELHEIROS INDEPENDENTES

Na visão dos associados da Amec este é um dos itens mais importantes da proposta de revisão em curso e, diferente de outras sugestões contidas no edital, a proposta apresentada pela B3 de ampliação de 20% para 30% o percentual mínimo de conselheiros independentes destoa de práticas internacionais, que consideram esse número como sendo de pelo menos 50%.

Nesse sentido, a Amec sugere um avanço intermediário, com a mudança de 20% para 40%, que demonstraria avanço na direção das práticas internacionais e que colocaria o mercado de capitais brasileiro em novo patamar de maturidade.

Especialmente para *corporations*, considerando a natureza e número ainda reduzido dessas empresas, entendemos que a regra de número de independentes poderia ser avaliada de maneira distinta das demais para permitir alinhamento mais célere às práticas internacionais de pelo menos 50% de independentes no Conselho de Administração.

No que se refere às companhias com controle definido, segundo o Proxy Voting Guidelines da ISS – Benchmark Policy Recommendations¹¹:

“ISS' benchmark board independence policy specifies that the boards of issuers belonging to the Novo Mercado and Nivel 2 listing segments, the country's highest levels of corporate governance, must be at least 50-percent independent, while companies listed under Nivel 1 or the Traditional segment must have at least one-third of the board or two directors, whichever is higher, classified as independent. Such thresholds are consistent with proportional board representation best practices and the growing expectations of institutional investors.”

O estudo realizado em parceria entre Better Governance e IBGC, revelou que *“Os conselhos apresentam entre 35% e 38% de membros independentes, considerando conselhos de administração e consultivo, respectivamente.”*¹²

Portanto, o aumento do mínimo proposta pela B3 para 30% parece um avanço bastante tímido.

A Amec sugere, portanto, que o percentual seja ampliado para mínimo de 40%. De maneira alternativa, poderia ser implementado um escalonamento com *phase in* baseado no nível de *free float* das empresas, iniciando em 30% no primeiro ano, 40% no segundo e 50% a partir do terceiro ano.

IV – DA CONFIABILIDADE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

A Amec entende que as *declarações acerca da efetividade dos controles internos da companhia pelo diretor presidente (ou principal executivo da companhia) e pelo diretor financeiro (ou executivo responsável pelas demonstrações financeiras)* são muito relevantes, inclusive por considerar a ampliação da asseguarção realizada por auditoria

¹¹ <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/americas/Brazil-Voting-Guidelines.pdf?v=1>
Effective for Meetings on or after February 1, 2024
Published early January, 2024

p.6

¹² *Conselheiros: dedicação de tempo dentro e fora das salas de conselho*, 2021 (2ª edição), p. 16

independente. Trata-se, portanto, de importante evolução do regulamento à luz de casos recentes.

Nesse sentido, a Amec entende que as declarações mencionadas não deveriam ficar restritas ao CEO e CFO da companhia, devendo ser avaliadas também com o envolvimento do Conselho de Administração, dada a sua relevância.

Temos ciência, no entanto, de que tal prática traria aumento significativo de custos para as companhias - tanto na contratação da auditoria, como no investimento em controles internos. Assim, sugerimos que essa exigência seja avaliada em conjunto com as demais propostas da reforma, estabelecendo prioridades na implementação pelas empresas.

V – DA PENALIDADE DE INABILITAÇÃO e DO AUMENTO DAS MULTAS NO PROCESSO SANCIONADOR

A Amec entende que na gradação de toda e qualquer penalidade atribuída a administrador, a inabilitação seria a mais alta pena possível e com consequências individuais severas.

Nesse sentido, apesar de expressamente previsto na minuta do novo regulamento a pena de inabilitação, alguns associados entenderam importante a inclusão de critérios objetivos para a sua aplicação, de modo a gerar maior segurança jurídica e previsibilidade.

Diante disso, a Amec sugere um melhor detalhamento de modo a trazer especificamente em quais condições seria aplicada referida penalidade, que deverá observar apenas casos extremamente relevante e severos.

No que se refere aos ajustes realizados nos valores das multas, a Amec entende como adequada a proposta trazida pela B3.

VI – DA ARBITRAGEM

A Amec recebeu com satisfação a possibilidade de outras Câmaras serem credenciadas pela CAM-B3 para arbitragens que envolvam companhias do NM. Avaliamos que essa abertura vai exigir uma coordenação inicial entre as câmaras habilitadas, de forma a se garantir a qualidade das decisões.

De qualquer forma, ressaltamos a visão de que há problema histórico com o instituto da arbitragem relacionado à ausência de maior transparência por conta do sigilo e confidencialidade. Entendemos que poderia haver espaço nessa consulta para endereçar essa questão.

Não há dúvidas de que existem interesses legítimos que justificariam a adoção da confidencialidade, em especial por conta da preservação de sigilo de documentos e provas que são produzidas nos processos. No entanto, tendo em vista o caráter público das companhias listadas, entendemos que a regra geral deva ser pela transparência, com ampla divulgação de informações.

A evolução que a Amec entende como necessária para o Regulamento do NM seria a de se trazer mais publicidade e transparência aos procedimentos arbitrais. Os associados da Amec entendem que o ementário existente da CAM tem sérias limitações, de modo que se mostra insuficiente para conferir pleno entendimento do que foi efetivamente tratado nos processos.

Enalteçemos a importância de que a B3 deveria estabelecer critérios mais objetivos e restritivos para credenciamento, como forma de manter a qualidade das câmaras e permitir maior coordenação nas atuações, especialmente nos primeiros anos de funcionamento desse novo modelo.

VII – DO COMITÊ DE AUDITORIA ESTATUTÁRIO

A adoção de um Comitê de Auditoria Estatutário é uma evolução natural ao que hoje muitas companhias do NM já praticam, pelo que a Amec entende pertinente a sua fixação como regra.

Caberia ressaltar que o Comitê conta com especialistas externos e, nesse sentido, seria importante que as responsabilidades desse agente perante a companhia fossem delineadas em busca de maior alinhamento com exigências aplicadas aos administradores.

Lembramos, ainda, que a adoção de um Comitê de Auditoria Estatutário poderia trazer discussões sobre eventual sobreposição de competências com o Conselho Fiscal. Nesse sentido, seria relevante que a B3 buscasse explorar as diferenças entre essas instâncias, especialmente pelo fato do Comitê de Auditoria atuar no assessoramento do conselho de administração, ao passo que o Conselho Fiscal tem atribuições de fiscalização do board e com reporte à assembleia geral.

Sugerimos sensibilidade para que eventual ampliação dos poderes do Comitê de Auditoria seja acompanhada de contrapartidas de participação de representantes independentes, buscando equilíbrio nas instâncias das companhias.

VIII – REMUNERAÇÃO DA ADMINISTRAÇÃO (*clawback rule* e cláusula *malus*)

A instituição de regras de *clawback* é vista por muitos dos associados da Amec, especialmente os estrangeiros, como um dos itens mais relevantes para alinhamento internacional com requisitos praticados em outras bolsas ao redor do mundo.

Conforme muito bem salientado pela B3, a SEC passou a exigir em 2022 que as bolsas de valores norte-americanas demandem políticas de recuperação de remuneração variável (*clawback rule*) atreladas a demonstrações financeiras posteriormente corrigidas.

Diante disso, a Amec entende que há excelente oportunidade para o NM passe também a incorporar essa prática, refletindo alinhamento internacional e a sinalização de maior rigor em situações em que a responsabilidade dos administradores seja devidamente comprovada.

Temos entendimento, especialmente a luz de episódios recentes e fricções no processo de *enforcement* privado no Brasil, que o estabelecimento de regras de *clawback* e outros instrumentos são vistos pelos associados como nítido avanço institucional. Os investidores institucionais estrangeiros próximos da Amec mencionaram que têm como prática votar contra qualquer proposta de remuneração que não tenha regra *clawback* estabelecida.

A Glass Lewis, em seu 2024 Benchmark Policy Guidelines – Brazil, recomenda *“Finally, despite these practices still not being standardised in Brazil, we believe all companies, not just financial institutions, should provide that bonuses will be subject to clawback provisions, allowing companies to reclaim bonuses in the case of poor results in subsequent fiscal years. Similarly, we believe that a significant portion of bonus payments should be subject to a minimum deferral period of three Years.”*¹³

Da mesma forma, a cláusula *malus* é igualmente importante, especialmente por permitir a sua revisão antes de qualquer prejuízo causado à companhia e seus acionistas. Diante disso, a Amec considera essencial a evolução do regulamento do NM com a previsão das duas cláusulas.

Importante ressaltar que, no entendimento da Amec, tais regras deveriam restringir-se aos administradores que estivessem diretamente ligados aos fatos que motivaram a recuperação da remuneração.

¹³ ob. cit. p. 32

<https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2023/12/2024-Brazil-Benchmark-Policy-Guidelines-Glass-Lewis.pdf>

IX – SUGESTÕES ADICIONAIS À PROPOSTA DA B3

(i) Corporations e OPA 30 – as *corporations* brasileiras mantêm acionistas com participação do capital muito acima daquelas trazidas em *corporations* de mercados mais sofisticados, onde a presença de posições acionárias acima de 5% é algo incomum. Por aqui, tecnicamente, um acionista com até 50% de participação nas empresas pode ser classificado como não controlador, refletindo o diagnóstico de que nem a regulação, nem a jurisprudência e nem mesmo a autorregulação brasileiras estão preparadas para lidar com conflitos societários oriundos de empresas com capital disperso.

A Amec entende que o regulamento do NM poderia ser revisto para permitir tratamento diferenciado para essas companhias, que mantêm especificidades de governança corporativa muito distintas.

Os associados da Amec se recordam com frequência da discussão mantida em revisões anteriores do NM com a possibilidade de implantação da OPA 30¹⁴, que na época foi rejeitada pelas companhias. Neste momento, à luz do aumento dessas empresas no mercado brasileiro e também de discussões recentes sobre modelos de privatização aplicados no país, entendemos que há amadurecimento para retomada desse debate, trazendo responsabilidades para acionistas de referência e maior segurança para investidores.

(ii) OPA de Saída do NM - a Amec já se pronunciou em diversas situações sobre a saída voluntária dos segmentos diferenciados de listagem. Temos manifestações nesse sentido em 2012¹⁵, 2015¹⁶, 2017¹⁷ dentre outras, e todas abordaram a tese central de que a saída dos segmentos diferenciados de governança deveria ser mais restritiva.

O atual Regulamento do Novo Mercado prevê, como regra geral, que essa saída deve ser precedida de OPA de ações para cancelamento de registro de companhia, trazendo em regime de exceção a possibilidade de dispensa desse requisito (desde que aprovado em assembleia geral).

¹⁴ Possibilidade de implantação de requisitos de Oferta Pública de Aquisição (OPA) com gatilho de 30% do capital social da companhia, permitindo que acionistas de referência relevantes pudessem ter obrigações diferenciadas.

¹⁵ 10/04/2012 – Comunicado ao Mercado: Opas Unificada

¹⁶ 27/07/2015 – Carta Presi 06/2015

¹⁷ 12/05/2017 – Opinião Amec: Hora da Decisão

Investidores têm demonstrado preocupações com relação ao aumento e recorrência de *waivers* concedidos às companhias, que poderiam apresentar caráter mais restritivo para prestigiar o equilíbrio entre acionistas¹⁸.

Ainda sobre a aprovação de dispensa de assembleia e saída do NM, não se propõe repisar aqui o debate sobre o voto de acionistas em condições de conflito de interesse. No entanto, em uma companhia com controlador estabelecido ou bloco de controle, eventual deliberação de tema assemblear controverso apenas por acionistas detentores de ações em circulação afasta ou minimiza, por óbvio, o viés de interesse particular do voto do controlador ou do bloco de controle. Esse caminho funciona internacionalmente como mecanismo de proteção e de preservação de interesses coletivos, presente de maneira recorrente em manifestações da OCDE.

X – RESUMO DAS RESPOSTAS AOS QUESTIONAMENTOS PREVISTOS NO EDITAL

QUESTÃO 1 - A B3 deveria excluir ou acrescentar alguma outra hipótese para colocar o selo em revisão em relação às companhias listadas no Novo Mercado? Além disso, na hipótese de erro contábil material divulgado pela companhia por meio de fato relevante, a B3 deveria estabelecer métricas presumidas mínimas de materialidade, tais como 3% do LAIR e 1% da Receita líquida? Dessa forma, na hipótese de a companhia atingir tais percentuais e, mesmo assim, não qualificar a falha contábil como material, deverá justificar o seu posicionamento?

No que se refere às hipóteses, discorreremos sobre o assunto em tópico específico (título I). De maneira resumida, sugerimos que no rol dos eventos sejam mantidos apenas aqueles mais severos para que se evitem questionamentos protelatórios, inclusive de natureza judicial.

Além disso, os associados relatam sensação de ausência de outras hipóteses, igualmente graves, e que deveriam receber especial atenção pela B3 na minuta final do regulamento, incluindo casos de fraude, ou ainda de condenação da Companhia ou de seus administradores em temas como corrupção e lavagem de dinheiro.

Sobre a hipótese de erro contábil material, entendemos que a B3 não deveria estabelecer métricas presumidas mínimas de materialidade. Existindo erro contábil divulgado em Fato Relevante, que por si já se presume ter impacto na decisão do investidor, o selo deveria ser colocado em revisão.

¹⁸ O aprendizado decorrente de operações como a AGE da Zamp e das notícias envolvendo o caso Kora, revela pontos que tornam evidentes a necessidade de que lacunas precisam ser endereçadas e debatidas.

QUESTÃO 2 - A proposta de limitação de número de conselhos está circunscrita às companhias abertas. No entanto, considerando que conselhos de companhias fechadas podem tomar tanto tempo ou mais dos conselheiros de administração, a B3 está especialmente interessada em coletar insumos sobre a abrangência desta regra.

Conforme mencionado em tópico específico (Título II), a Amec entende que diante do complicador para análise do cumprimento, poderia ser mantida a regra de atuação como membro apenas em companhias abertas.

Também não deveriam ser consideradas eventuais participações de conselheiros nos órgãos de governança de outras companhias integrantes do mesmo grupo econômico, em linha de exceção.

QUESTÃO 3 - A declaração deveria ser dada também por outros administradores? Além disso, a B3 está interessada em receber comentários sobre o relatório de asseguarção e sua extensão. Seria necessário editar regras específicas de auditoria para exigir a revisão da avaliação da administração por auditores independentes? Esta avaliação deveria tratar, além da eficácia dos controles internos, de aspectos operacionais, relatórios financeiros, compliance e cybersecurity? Por fim, em linha com práticas internacionais, companhias em desenvolvimento, com faturamento abaixo de USD 1 bilhão, teriam a opção de obter o relatório de asseguarção dos auditores após cinco anos ou a partir do momento em que o faturamento atingir USD 1 bilhão. Em vista disso, a B3 deveria conceder prazo adicional para companhias de menor porte, nos termos da Lei 6.404/76, que se listem no Novo Mercado, entregarem tal relatório?

Conforme citado no decorrer deste texto (Título IV), a Amec entende que as declarações mencionadas não deveriam ficar restritas ao CEO e CFO da companhia, devendo ser avaliadas, em alguma medida, também pelo Conselho de Administração da companhia.

Entretanto, temos ciência de que tal prática traria elevação de custos, tanto na contratação da auditoria, como no investimento em controles internos, pelo que tal exigência deveria ser analisada e sopesada em conjunto com outras propostas contida na presente reforma.

QUESTÃO 4 - A aplicação da sanção de inabilitação abrangeria todos os órgãos da companhia responsáveis pelo cumprimento das regras de fiscalização e controle. A B3 tem especial interesse em receber manifestações sobre a necessidade de limitar os administradores potencialmente sujeitos a esta penalidade.

Conforme exposto no Título V, os associados da Amec entendem que na gradação de penalidades atribuídas a administrador, a inabilitação deve ser a mais alta e com consequências individuais severas.

Nesse sentido, apesar de expressamente previsto na minuta do novo regulamento a pena de inabilitação, alguns associados entenderam importante a inclusão de critérios para a sua aplicação, de modo a gerar maior segurança jurídica e previsibilidade.

QUESTÃO 5 - Considerando que as multas aplicadas com base no RNM têm faixas pré-definidas para cada modalidade de infração, a B3 gostaria de receber manifestações sobre a conveniência de adotar algum outro critério de limitação quanto à aplicação de multa.

Os associados da Amec entenderam que a proposta constante na minuta do regulamento submetido à audiência pública já se mostra adequada.

QUESTÃO 6 - Em sua opinião, a B3 deveria demandar que as companhias listadas no Novo Mercado incluam, em suas políticas de remuneração, regras mínimas de diferimento e recuperação de remuneração pela companhia? No caso da *clawback*, tais regras deveriam restringir-se aos administradores que estivessem diretamente ligados aos fatos que motivaram a recuperação da remuneração ou, uma vez aplicada, deveria abranger todos os administradores? Sob uma perspectiva trabalhista, há alguma preocupação que entenda oportuno sinalizar?

Esse item é considera essencial e prioritário – Conforme exposto em tópico específico (Título VIII), apoiamos a adoção das cláusulas *clawback* e *malus* das companhias. No entendimento da Amec tais regras deveriam restringir-se aos administradores que estivessem diretamente ligados aos fatos que motivaram a aplicação da recuperação da remuneração.

QUESTÃO 7 - Em sua opinião, a B3 deveria exigir das companhias listadas no Novo Mercado uma política de integridade? Caso positivo, quais seriam os principais termos a serem contemplados? Deveria ser estendida para fornecedores? Caso negativo, o código de conduta deveria tratar de algum aspecto específico constante de políticas de integridade?

A Amec entende que a Política de Integridade e Códigos de Conduta são importantes instrumentos de operacionalização de governança e de controle internos na companhia, de modo que apoiamos a sua instrumentalização pelas companhias. Sugerimos que a desses instrumentos na minuta final do novo Regulamento do NM deve ser avaliada em conjunto com as outras propostas apresentadas.

Entendemos que deve haver priorização das exigências, inclusive para facilitação da aprovação junto às companhias, evitando que haja excessivo acréscimo ao custo de

observância que poderia comprometer pontos citados anteriormente como essenciais e de importância diferenciada.

Conclusão

Enalteçamos mais uma vez a importância da reforma buscada pela B3 para o NM, que sem dúvida reflete hoje o principal mecanismo de autorregulação que aproxima as companhias das mais importantes práticas internacionais de governança.

Com as sugestões acima, a Amec espera ter colaborado com a B3 no que tange ao trabalho de busca do desenvolvimento e aperfeiçoamento do mercado de capitais.

Por fim, a AMEC permanece à disposição para qualquer discussão sobre a reforma.

Atenciosamente,



ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS – AMEC

Fábio Henrique de Sousa Coelho

Presidente-Executivo