

Rio de Janeiro, 11 de novembro de 2024

Prezados,

Em primeiro lugar, parabeno a B3 pela iniciativa de revisão do regulamento do Novo Mercado. Esse exercício é indispensável diante de um mercado de capitais que se transforma em ritmo tão acelerado que torna a modernização da estrutura regulatória um desafio constante e hercúleo.

*"Regulating the securities markets is like writing in the sand at the beach; the tide of innovation and technology will inevitably erode and rewrite the rules."* A.A. Sommer Jr., SEC commissioner, 1976.

Na qualidade de integrante do mercado de capitais há mais de 30 anos e conselheira de administração independente de companhias listadas por mais de 10 anos, tendo também participado de todas as iniciativas de evolução de governança corporativa no Brasil, incluindo a reforma da LSA e o próprio lançamento do Novo Mercado, espero que meus comentários sobre a proposta para a evolução do regulamento do Novo Mercado possam contribuir para modernizar este semente que é benchmark internacional.

A fim de tornar o processo mais práticos, tecerei comentários apenas nos itens que penso ter conhecimento suficiente para uma contribuição efetiva.

## **1. Bloco 1 | Tópicos centrais da reforma**

### **1.1 Novo Mercado Alerta**

- (i) Modificação do nome para "Novo Mercado Alerta": mudança adequada, pois num primeiro momento, no surgimento de sinais problemáticos, parece de fato inadequada colocar o selo em revisão.
- (ii) Redução da lista de hipóteses que ensejam o alerta; entendo a motivação para exclusão de certas situações. A questão da incapacidade de diretor estatutário de fato não me parece evento suficiente para ensejar um alerta, até porque não lembro de companhias que não nomearam diretores interinos de forma tempestiva. No entanto, a exclusão dos itens de desastre ambiental, fatalidades e práticas trabalhistas que violem direitos humanos, me parecem muito graves para não ensejarem o alerta. É prática consagrada internacional incluir, por exemplo, cláusula *malus* nos contratos de remuneração da Diretoria Estatutária na concretização de "*catastrophic safety or environmental event*", sem a definição formal do que seria esse evento que, geralmente, fica à discricção do Conselho de Administração. A dificuldade aqui está na proporcionalidade e parcimônia para definir se tais ocorrências são gravíssimas e mais importante ainda, se foram fruto de descuido, omissão ou ainda, ausência ou falha grave nas estruturas de controles que poderiam evitar ou mitigar tais eventos lamentáveis. A B3 mantém um comitê do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Sugiro que esse comitê se reúna em carácter emergencial para: (i) no prazo de quinze dias, decidir se já há elementos que ensejem o selo de alerta; (ii) no prazo de 30 dias, a partir de critérios objetivos e subjetivos previamente estabelecidos que sejam

orientadores, mas não exaustivos, decidir se há elementos que ensejem o alerta; (iii) a qualquer tempo após 30 dias, no caso de fato novo elucidador dos eventos ocorridos. A retirada do alerta pode ser decidida por este comitê a qualquer tempo.

## **1.2 Maior alinhamento da atuação da alta administração com o interesse da companhia**

### **1.2.1 Limitação de participação em conselhos de administração**

Concordo com as limitações impostas com exceção do caso de PCA, pois este cargo tem crescido significativamente em demanda de tempo. À medida que a governança corporativa evolui no país, fica cada vez mais claro que as atribuições do cargo são bem mais extensas do que a antiga prática da limitação de atribuições organizacionais. Já foi provado que a interação com o CEO é chave para o sucesso da efetividade do CA na companhia. Na minha experiência, o fator prioritário para que um CA cumpra suas funções é a qualidade e a dedicação do PCA. Isso tem se mostrado até mais relevante do que a composição do CA. Logo, como membro de CA, afirmo que um PCA não deveria exercer presidência de CA em nenhuma outra companhia, ou pelo menos, em nenhuma companhia de médio ou grande porte. Poderia exercer uma segunda presidência numa companhia de pequeno porte ou em organização do terceiro setor, mas a presidência de CA em duas companhias de grande porte, acho incompatível com a evolução da importância desse personagem no sistema de governança corporativa. Limitaria ainda a atuação de um PCA em grande companhia a ser membro de CA em no máximo mais 2 companhias e não em 3 como está a proposta original. Adicionalmente, o foco em companhias abertas faz todo sentido, mas deveria haver uma avaliação conjunta da equipe de supervisão do Novo Mercado e o candidato a assumir uma segunda presidência de um CA em grande companhia de capital fechado, com fins de concluir se os dois cargos são compatíveis e divulgar tal conclusão. Por fim, embora as restrições à Diretores Estatutários e Diretor Presidente estejam adequadas, existem conselheiros que possuem empresas em que são os principais executivos, como por exemplo, consultorias, e escritórios de advocacia. Eles não são necessariamente diretores estatutários, mas como fundadores, exercem o papel principal nessas empreitadas. Sugiro que a B3 pense numa redação que limite a atuação de profissional nessa situação a 3 conselhos.

### **1.2.2 Limite de mandatos para conselheiros independentes**

Essa é uma das questões que me parece mais difícil: entender qual critério ensejaria perda de independência.

Tendo a concordar com o limite de 12 anos. No entanto, limitaria a ocorrência de *cooling off* a uma única oportunidade. Isto é, pode ocorrer o *cooling off* de 2 anos apenas uma única vez para cada conselheiro. Dessa forma estaríamos falando de um máximo de 24 anos como conselheiro com um intervalo (*cooling off*) de 2 anos. Seria apenas uma medida de prudência para evitar conselheiros que passam de 25 anos de mandato, o que é mais comum do que imaginamos.

### **1.2.3 Mínimo de independentes**

Embora a evolução de 20% para 30% seja relevante, ela é insuficiente quando comparada às melhores práticas internacionais de governança corporativa.

Na minha experiência de 10 anos em CAs, são os independentes, e somente os independentes que conseguem introduzir assuntos que de fato alçam a dinâmica e a contribuição do CA à companhia a um outro patamar. Tenho dito que nenhuma, absolutamente nenhuma outra prática de governança é tão relevante quanto ter maior número de independentes num CA. Por hora, vamos considerar que os classificados como independentes ajam como tal, ou seja, praticam este posicionamento e não se limitam à classificação formal teórica. Falarei disso mais adiante.

Obviamente, a presença de maior número de independentes não garante melhor desempenho da companhia, mas certamente garante uma dinâmica melhor e uma chance bem mais concreta de que o sistema de “*checks and balances*” dos órgãos de governança venham a ser eficazes.

Sobre esse tópico, concordo que a proposta da Abrdn, da Amec e do Sr. Manuel Sobral sobre escalas na regra, a fim de que companhias sem controlador definido tivessem, no mínimo, 50% de conselheiros independentes. Conforme fundamentado anteriormente, isto seria muito salutar e, portanto, a B3 deveria reconsiderar essa decisão. Aliás, não compreendi o argumento de que *corporations* já contariam com maioria de independentes. Isto é óbvio, mas por que uma companhia com controlador definido, num percentual baixo de 50% + 1 ação, ou ainda companhias com acionistas de referência, com grupos tendo 30% a 40% dos votos, não seriam compatíveis com uma regra de escala de independentes representando de 40% a 47% conforme abaixo?

#### **Percentual de independentes**

5 conselheiros = 2 independentes equivalem a 40% do CA

7 conselheiros = 3 independentes equivalem a 42% do CA

9 conselheiros = 4 equivale a 44%

11 conselheiros = 5 equivale a 45%

13 conselheiros = 6 equivale a 46%

15 conselheiros = 7 equivale a 47%

Pela escala acima, observa-se que mesmo com controlador definido, é possível elevar o percentual de independentes acima dos 30% originalmente sugerido. Logo, é possível elevar o patamar de 30% sem que haja prejuízo ao exercício do poder de controle.

Um outro fator capcioso nessa questão é a qualidade dos independentes, notadamente, na atitude independente e não apenas no rótulo teórico. Reconheço que esse seja um tema dos mais difíceis de se tratar. Como fazer valer a afirmação de Ram Charan, um dos mestres em GC mundial de que “*Independence is a state of mind, not a resumé item*”?

Não há uma bala de prata no assunto, mas a análise de exemplos de exceção, ou seja, do que certamente não seria um conselheiro independente, tem ajudado muito a evitar “independência de currículo”. Nesse sentido, em adição às exceções que o regulamento do Novo Mercado já possui, sugiro adicionar as exceções do Código Brasileiro de Governança Corporativa. Claro que não há garantia de postura independente, mas na

minha experiência, essas exceções podem sim evitar uma ausência de atitude independente na “largada”.

Segue o texto do CBGC:

*São consideradas situações que podem comprometer a independência do membro do conselho de administração, sem prejuízo de outras:*

- (a) ter atuado como administrador ou empregado da companhia, de acionista com participação relevante ou de grupo de controle, de auditoria independente que audite ou tenha auditado a companhia, ou, ainda, de entidade sem fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da companhia ou de suas partes relacionadas;*
- (b) ter atuado, seja diretamente ou como sócio, acionista, conselheiro ou diretor, em um parceiro comercial relevante da companhia;*
- (c) possuir laços familiares próximos ou relações pessoais significativas com acionistas, conselheiros ou diretores da companhia; ou*
- (d) ter cumprido um número excessivo de mandatos consecutivos como conselheiro na companhia*

Note que o CBGC mantém a liberdade da assembleia classificar um conselheiro como independente, mesmo diante das condições descritas acima. Acredito que dessa forma, a B3 fornecerá um *guidance* adicional para que as empresas avaliem as candidaturas no que tange à classificação de independência.

### **1.3 Confiabilidade das Demonstrações Financeiras**

Apoio a posição da B3 de que: *“Dessa forma, levando-se em consideração as manifestações apresentadas, a B3 propõe a manutenção da exigência da declaração 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), haja vista a relevância da eficácia das estruturas de controles internos e necessidade de supervisão pela alta administração das companhias listadas no Novo Mercado”.*

Em relação à asseguuração pela auditoria independente, infelizmente devo dizer que concordo que seria apenas um aumento de custo sem nenhum ganho de confiança para o investidor. Essa não é uma matéria da B3, mas tenho observado, com pesar, a qualidade insuficiente das auditorias externas para agirem como terceira linha de defesa. Ao contrário, no “atual estado das coisas”, a asseguuração das demonstrações contábeis tem fornecido falsa segurança aos investidores. Algo precisa ser feito para recuperar a credibilidade dos auditores independentes, mas não é tema da B3.

### **1.4 Sanções**

Conforme exarado no edital desta segunda consulta pública, *“a B3 entende ser importante esclarecer que as regras de governança corporativa demandadas pelos segmentos especiais – dentre eles, o Novo Mercado –, são aplicáveis àquelas companhias que decidem listar-se neles”*, concordo plenamente.

Faço votos de que a B3 mantenha a possibilidade de inabilitar administradores, pois lamentavelmente, esta tem sido uma penalidade que o órgão regulador se furta a executar, tendo já transformado a inabilitação em letra morta da Lei das SA.

Posso afirmar categoricamente que a inabilitação seria uma penalidade de forte intuito educativo para o mercado muito superior à aplicação de multas pecuniárias, frequentemente vistas como reforço de orçamento de órgãos reguladores e autorreguladores. Infelizmente, no primeiro caso, como reforço orçamentário do Tesouro Nacional.

Existe esse paradoxo em que um mercado de capitais, por óbvio centrado em recursos financeiros, não ser assim tão “susceptível à dor no bolso”. Na verdade, os investidores julgam muito mais relevante ter administradores afastados do mercado financeiro, pois somente assim, ficariam aliviados em não ter que se preocupar com novas peripécias de administradores pouco afeitos à ética e as regras que toda companhia aberta deveria observar.

Percebam que as companhias são muito mais refratárias à possibilidade de inabilitação de seus administradores do que a multas pecuniárias. Somente este fato deveria ser uma pista suficiente para que a B3 avaliasse a relevância educativa e a força da mensagem de credibilidade do Novo Mercado envolvidas na possibilidade de inabilitação nos casos da proposta original.

Peço que a B3 reconsidere a proposta original sob pena de permitir que a diferenciação de reputação das empresas do Novo Mercado se torne falsa.

## **1.5 Arbitragem – Câmara do Mercado**

Concordo com a proposta.

## **2. Bloco 2 | Outros tópicos**

### **2.1 Divulgação de denúncias**

Concordo com a proposta.

### **2.2 Perguntas ao mercado**

Discordo que o mercado brasileiro não esteja maduro para que a B3 considere a introdução das cláusulas de *clawback* e *malus* para as companhias do Novo Mercado. Lembro que o *clawback* se tornou obrigatório pelas regras da SEC este ano. Não vejo motivos para que o Novo Mercado tenha uma regulamentação inferior ao exarado pela SEC para todas as companhias sob sua regulação. O contraste fica ainda maior quando companhias brasileiras com ADRs ficam com a obrigação emitida pela SEC e as empresas de Novo Mercado ficam sem tal dispositivo.

Participei da introdução das duas cláusulas em várias empresas e posso afirmar que não houve quaisquer elevações de remuneração em função disso. Na verdade, a inclusão das cláusulas foi vista como mais do que justa, pois muitas companhias se utilizam de pesquisas de remuneração que incluem companhias internacionais no universo comparável. Logo, o racional é que se há o “bônus” de comparabilidade com níveis de remuneração internacional, por que não haveria o “ônus” da comparabilidade? Assim, fica um peso e duas medidas. No mínimo, a B3 deveria estabelecer que companhias que utilizam universos de comparabilidade de remuneração incluindo empresas internacionais, passassem a ter as duas cláusulas de *malus* e *clawback*. O atraso do Brasil em relação à essa prática comum internacional não se justifica.

Também é marcante que a maior revolta de investidores lesados por administradores fraudulentos e corruptos, seja em relação às remunerações estratosféricas que estes aferiram enganando o mercado de capitais. Nada seria mais justo que essas remunerações obviamente fundamentadas em parâmetros falsos, conluio e graves desvios, fossem devolvidas à companhia.

### **2.3 Composição do Comitê de Auditoria Estatutário (CoAud)**

Passando o CoAud a ser estatutário por esta reforma do regulamento do Novo Mercado, é certo que o mesmo então se regerá pelas disposições da IN CVM 509/2011 ? Talvez valha a pena mencionar a IN na redação que torna obrigatório que o CoAud seja estatutário.

O órgão tem se tornado cada vez mais relevante, com mais atribuições e exigências de conhecimentos específicos. Dedicção de tempo e especialização são, em geral, mais frequentes em conselheiros independentes. A maioria de critérios de seleção de conselheiros independentes inclui o tema “auditoria” como desejável. Logo, conforme a 6ª edição do Código de Melhores Práticas de GC do IBGC, sugiro que “*O comitê de auditoria deve, preferencialmente, ser coordenado e composto, em sua maioria, por conselheiros independentes, de modo a evitar situações de conflitos de interesses é considerada boa prática*”.

### **2.4 Tópicos sem ajustes**

Concordo com a proposta.

### **3. Prazos de adaptação**

Concordo com a proposta, com exceção do prazo para adequação de: Limitação de participação em conselhos de administração, Limite de mandatos para conselheiros independentes e Mínimo de independentes.

Essas 3 disposições já estão muito atrasadas há anos em relação às práticas internacionais consagradas. Além disso, a experiência vivida nos conselhos de administração das empresas do Novo Mercado, mostrou rapidamente que essas regras eram mais do que necessárias. Não vejo motivo para um atraso de 3 anos na introdução dessas regras. Sugiro para que seja no máximo, 2 anos de adaptação.

### **4. Outras sugestões**

#### **a) Comitê de Pessoas e Remuneração**

Seria razoável supor que todos os conselheiros tivessem interesse prioritário em garantir o alinhamento de interesses na definição dos incentivos de remuneração da auditoria e nas matérias de Recursos Humanos, incluindo o tom da cultura da companhia. Mas a questão não tem se mostrado tão simples assim. Todos tem interesse, mas o sistema de “*check and balances*” não tem funcionado a contento, visto que há uma ocorrência razoável de conselheiros não independentes já terem atuado na administração da companhia e/ou já terem de alguma forma no passado, interagido de forma relevante com a administração, incluindo serviços remunerados. Assim sendo, a exemplo do CoAud, na minha experiência, este comitê só tem efetividade se coordenado por conselheiro independente e/ou ter maioria de independentes. Sugiro que a B3 avalie essa sugestão para que este comitê fundamental seja eficaz.

## **b) Avaliação de Conselho de Administração e seus comitês**

Este é um tema que a B3 incluiu na sua última revisão do regulamento do Novo Mercado. Considero que a regra vigente até então tenha funcionado mais como uma sinalização de que tal avaliação é importante para o funcionamento do CA. No entanto, me parece que é chegada a hora de evoluir no tema. Algumas exigências de divulgação poderiam tornar esta prática mais eficaz: (i) as companhias devem propor candidatos à eleição do colegiado mencionando quais foram as principais contribuições do mandato anterior de acordo com a avaliação do CA e como estes agregarão para a complementariedade do time no próximo; (ii) a companhia deve mencionar se a lista de candidatos considera a avaliação do CA realizada; (iii) sugiro que a B3 realize uma supervisão especial em relação ao inciso III, §1º., artigo 18, pois as companhias não tem descrito a metodologia a contento. Muitas realizam questionários simplórios e reproduzem frases padrão que não revelam ao leitor a qualidade da metodologia empregada.

De novo, houve uma sinalização da B3 sobre a questão, mas a prática efetiva está muito aquém da utilidade que esta avaliação poderia ter para melhorar o funcionamento do CA. Talvez seja válido que a B3 reúna esforços para conversar com companhias abertas que sejam benchmark no tema e/ou com consultorias renomadas que vem realizando tal processo há bastante tempo. As conversas teriam como objetivo reunir sugestões de redação que aumentassem o *disclosure* dos resultados da avaliação e a demonstração de sua efetividade sem comprometer a discrição necessária ao pleno exercício de franqueza por parte dos avaliados.

Espero ter contribuído para que o Novo Mercado tenha a máxima credibilidade do nosso mercado de capitais, mantendo-se atualizado no *state of the art* das autorregulações internacionais.

Muito grata à B3 por mais essa bela iniciativa!

Atenciosamente,

Isabella Saboya, CFA

+55 21 98222-8180