

Carta/AMEC/Presi nº 16/2024

São Paulo, 11 de novembro de 2024

À

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão S.A.

Diretoria de Emissores – DIE

Sra. Flavia Mouta

e

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado para Emissores

Sr. Fernando de Andrade Mota

E-mail: sre@b3.com.br

Ref: Consulta Pública nº 02/2024 – DIE – Proposta de Reforma do Regulamento do Novo Mercado

A Associação de Investidores no Mercado de Capitais - Amec vem, perante essa ilustre Diretoria de Emissores e Superintendência de Desenvolvimento de Mercado para Emissores - B3, trazer comentários ao processo de aprimoramento do regulamento do Novo Mercado (NM), iniciado com a Consulta Pública nº 01/2024 – DIE e, neste momento, com a **Consulta Pública nº 02/2024 – DIE**.

O NM trouxe, desde sua criação, importantes princípios para diferenciação dos demais segmentos de listagem. Prestes a completar 25 anos, é inegável que esse segmento de listagem se consolidou como o principal instrumento de alinhamento às melhores práticas da governança corporativa no país. O NM é, inclusive, citado internacionalmente como referência para desenho de modelos em outras jurisdições.

Refletindo visão histórica de busca pela evolução e alinhamento internacional, a Amec entende como importante a revisão periódica do NM, ressaltando a importância de serem considerados os temas que já foram objeto de manifestações em reformas anteriores.

DOS PONTOS IMPORTANTES DA REFORMA DO NM PARA OS INVESTIDORES

A Amec tem acompanhado as discussões com investidores no Brasil e, especialmente, no exterior com relação a práticas que têm sido utilizadas em outros mercados em que eles atuam.

Nesse sentido, levantamento realizado pela associação indica que **aspectos relacionados especialmente a regras de clawback na remuneração de executivos, aumento do número de independentes, definição de regras mais restritivas de *overboarding*, instituição de OPA 30 (ou regras alternativas para *Corporations*) e aspectos de saída do NM** poderiam ser colocados como prioridade em uma avaliação de comparação internacional.

(i) Remuneração da Administração (*clawback rule*)

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. Nesse sentido, os investidores foram surpreendidos com a não inclusão do tema na minuta desta segunda fase da consulta pública.

Sobre o tema, 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. No caso brasileiro, cabe lembrar que episódios recentes de escândalos corporativos trouxeram o tema de *clawback* para o debate, fazendo com que o assunto se torne maduro para também ser tratado no Brasil.

Diante disso, esta reforma do NM traz excelente oportunidade para incorporação dessa prática, refletindo não alinhamento internacional mas também a sinalização de maior rigor em situações em que a responsabilidade dos administradores seja devidamente comprovada.

Investidores estrangeiros próximos à Amec mencionaram que têm como prática votar de forma contrária a qualquer proposta de remuneração que não tenha regra *clawback* estabelecida. Pela relevância do assunto, fazemos pedido de reconsideração para que o tema seja ao menos levado para avaliação das companhias, podendo retornar à minuta de regulamento do NM.

A Amec sugere, ainda, a manutenção do tema em item apartado ao restante do regulamento, de modo a conferir publicidade sobre o posicionamento das companhias. A transparência dada às respostas individuais é essencial para que os investidores

conheçam o nível de amadurecimento de cada companhia, permitindo um melhor endereçamento de engajamento posterior.

(ii) Corporations

Apesar de não incluída na proposta original e também não considerada nesta segunda fase da consulta pública, a Amec reforça a importância de um tratamento diferenciado às companhias de capital disperso.

A CVM, no Relatório de Análise da Consulta Pública SDM 05/23 que deu origem à Resolução CVM nº 215 e 216, ao se posicionar sobre sugestão apresentada pela própria Amec de inclusão da OPA 30 na regulação, reconheceu a sua importância e mérito, remetendo à autorregulação a possibilidade do seu devido tratamento¹.

A realidade atual revela 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. Com o aumento dessas empresas no mercado brasileiro e 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.

(iii) OPA de Saída do NM

O atual Regulamento do NM prevê, como regra geral, que a saída do segmento 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).

¹ **Embora a proposta tenha mérito, a CVM optou por não a acolher.**

Não há previsão legal expressa que atribua competência à CVM para instituir uma OPA nos moldes sugeridos pelo participante, de modo que uma inovação nesse sentido sem estudos mais aprofundados sobre sua viabilidade do ponto de vista legal estaria sujeita a grande insegurança jurídica.

Adicionalmente, uma mudança nessa direção deveria ser precedida por uma maior interlocução com participantes de mercado, o que não ocorreu nesse caso, uma vez que o tema não foi originalmente apresentado para a Consulta Pública.

Cabe ressaltar, ainda, que a CVM já deu um passo na direção de privilegiar a fixação de parâmetros objetivos com a nova abordagem regulatória para a OPA por aumento de participação. A inovação reflete a intenção da Autarquia de privilegiar abordagens que reduzam complexidade e insegurança jurídica, desde que respeitados os balizadores legais.

Não obstante, o posicionamento aqui externado não impede que o tema venha a ser tratado pela autorregulação.

(trecho extraído do Relatório de Análise da Consulta Pública SDM 05/23, p. 120-121)

A realidade demonstra que tem sido facilitada a saída de companhias do NM, o que traz oportunidade de ajuste para o estabelecimento de critérios mais restritivos para deliberação desse tema na Assembleia. Nesse contexto, considerando a relevância do tema, poderia ser feita uma avaliação do viés de interesse particular do voto do controlador, do acionista de referência 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.

DOS PONTOS MANTIDOS NA PROPOSTA

Dos pontos mantidos na proposta, a Amec entende que temas como Novo Mercado Alerta, declaração acerca da efetividade dos controles internos, comitê de auditoria estatutário e arbitragem são avanços importantes.

Entretanto, o limite temporal de mandatos para conselheiros independentes (12 anos com intervalo de 2 anos para recuperar a independência) e as regras de *overboarding* (até 5 conselhos) são lidos como avanços relativos, que destoam das práticas internacionais².

² Conforme conteúdo da Carta/AMEC/Presi nº 13/2024:

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

(...)

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.

Na medida que Investidores Institucionais tornaram mais rigorosas suas políticas de overboarding, a ISS decidiu revisar 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.

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.”.

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”.

(i) Do Percentual de Conselheiros Independentes

Na visão dos associados da Amec este é um dos itens importantes mantidos na proposta de revisão em curso. Entretanto, a sugestão apresentada pela B3 (ampliação de 20% para 30%) destoa enormemente de práticas internacionais que consideram esse número como sendo de pelo menos 50%.

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

O aumento do mínimo proposto pela B3 para 30% demonstra um avanço modesto, pelo que, apesar da sugestão original da Amec não ter sido acolhida, o percentual simbólico de 33% (1/3) do número de membros independentes soa como uma sinalização importante de busca por ampliação da governança. Em termos práticos, já considerando as regras de arredondamento, não se vislumbra alteração do número de conselheiros com a elevação desse percentual para 33%.

Considerações Finais

A Amec reforça que aspectos relacionados especialmente a regras de clawback na remuneração de executivos, aumento do número de independentes, definição de regras mais restritivas de *overboarding*, instituição de OPA 30 (ou regras alternativas para *Corporations*) e aspectos de saída do NM são essenciais para evolução do segmento e melhor alinhamento com práticas internacionais, pelo que deveriam ser endereçados já nessa revisão.

(...)

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 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.”

Sobre o processo de aprovação pelas companhias listadas, a Amec entende como relevante e necessário que ao ser submetido às companhias, que a B3 busque a individualização ou agrupamento dos temas a serem debatidos, de forma que eventuais pontos de discordância não comprometam os demais itens durante o processo de aprovação. **Os investidores entendem, ainda, que ter visibilidade sobre a manifestação das companhias é de especial importância para se conhecer o nível de maturidade dos temas em suas investidas.**

Não colocar um determinado item para aprovação das companhias neste momento significa retirar dos investidores a possibilidade de realizar um engajamento estruturado para evolução da percepção e tratamento de assuntos tão relevantes para o mercado de capitais.

Enaltecemos mais uma vez a importância da reforma buscada pela B3 para o NM, mas não se pode perder a oportunidade de endereçar os assuntos tratados ao longo da presente manifestação.

A AMEC permanece à disposição para qualquer discussão sobre a reforma, se colocando à disposição para, inclusive, ser um foro de aproximação entre companhias e acionistas.

Atenciosamente,



ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES NO MERCADO DE CAPITAIS – AMEC

Fábio Henrique de Sousa Coelho

Presidente-Executivo