

Weston, 18 de julho de 2024.

B3

Superintendencia de Desenvolvimento de Mercado para Emissores

Ref. Consulta Pública 01/2024-DIE

Prezados Senhores,

Em adição às minhas colaborações em fóruns tais como Amec, IBGC, Confraria da Governança e ICGN, venho por meio desta encaminhar diretamente à B3 meus pensamentos e sugestões acerca da reforma do Novo Mercado. Cumprimento a B3 pela iniciativa e pela resiliência na proteção do segmento especial, em face às constantes ameaças à sua integridade e à tendência global de *race to the bottom* nas regras de listagem globais.

Ressalto que as contribuições aqui trazidas são exclusivamente de minha elaboração, e não refletem necessariamente as opiniões das empresas das quais sou administrador.

Em benefício da objetividade, passo diretamente às considerações específicas:

1. Creio que o maior desafio do Novo Mercado atualmente seja representado pelas empresas que tem buscado a **saída do segmento**, inobstante as ruidosas reclamações de acionistas. Esses eventos são normalmente justificados por uma busca por flexibilidade para operações societárias, muito embora uma análise mais detida de cada caso demonstre que os ganhos específicos são muito pequenos, quando sequer existentes. Em minha opinião trata-se de tendência incentivada fortemente por intermediários interessados em vender serviços e operações, e não nos melhores interesses das sociedades. Considerando que as empresas que listam suas ações comprometem-se com níveis de proteção aos acionistas diferenciados, e que esses acionistas **PAGAM** por esse privilégio, a anulação dos mesmos não pode ser simplesmente decidida por um acionista dominante em assembleia, em prejuízo dos demais. Por essa razão, sugiro que a saída do Novo Mercado deva ser condicionada a OPA aceita por DOIS TERÇOS as ações em circulação. A dispensa por assembleia também deve seguir o mesmo critério, de maioria qualificada de DOIS TERÇOS. Em ambos os casos, o conceito de ações em circulação deve ser ampliado para excluir não apenas acionistas

controladores, mas também aqueles que propõem a OPA ou sua dispensa e qualquer acionista a estes ligados.

2. **Colocação “em revisão”**. Sou contrário à proposta. Entendo que 100% das situações que possam levar a tal revisão sejam objeto de Fato Relevante pela regulamentação em vigor, ou de outra maneira já consideradas informações de conhecimento público. Nesse sentido, a revisão não acrescenta nenhuma informação adicional ao investidor. Por outro lado, ele pode trazer um nível de alarme diante de reações “mecânicas”, tais como a potencial exclusão de índices ou outras listas que levem a impacto real e potencialmente irreversível – mesmo considerando que as razões que levaram à revisão podem se revelar transitórias e dissipar-se. Por fim, se for incluído o risco de ‘colocação em revisão’, pode-se criar a *unintended consequence* de uma pressão adicional para não divulgar determinadas informações relevantes, que de outra forma teriam se tornado pública. Com toda sinceridade, vejo essa classificação ‘em revisão’ muito mais como uma tentativa de evitar uma situação desconfortável para a B3 por conta de má conduta de empresas listadas do segment. Mas entendo que esse é um preço que deve ser pago por se administrar um segmento especial. A revisão não beneficia as empresas ou os investidores.
3. **Limite de 10 anos para independentes**. Sou favorável à proposta, com o possível ajuste no prazo para 12 anos para alinhamento com as práticas internacionais citadas. Não obstante, sou contrário ao *cooling off period* sugerido de 2 anos, pois ele me parece insuficiente para “curar” a perda de independência. Creio que um prazo mínimo de 5 anos seja necessário.
4. **Mínimo de independentes**. Sou favorável à mudança, com potencial ajuste para um terço do conselho.
5. **Normas de overboarding**. Me parece positivo que a B3 traga parâmetros para desestimular o *overboarding*. Contudo, é importante que a eventual alteração neste momento se beneficie do aprendizado de outras jurisdições, e de reflexão sobre o que funciona e o que não funciona. Primeiramente, registro que os limites absolutos de “número de conselho” são pouco eficazes, e no limite contraproducentes como forma de eliminar o *overboarding*. As empresas possuem níveis de complexidade distintos, e qualquer número absoluto não será capaz de medir se um conselheiro está acima ou abaixo do seu limite de produção. Para piorar, o estabelecimento de um limite passa a corroborar situações absolutamente incompatíveis com os deveres fiduciários, como no exemplo de um conselheiro que esteja em 5 empresas de altíssima complexidade. Eu mesmo já estive mais ocupado quando estava em duas empresas (uma delas era Vale), do que quando estava em quatro ou cinco empresas mais simples. Ao invés de um limite absoluto, a B3 deveria estabelecer um “*threshold*” acima do qual o conselheiro e a empresa precisariam explicar como o profissional divide seu tempo, no melhor sistema *comply or explain*. Quanto à definição de qual seria o *threshold* adequado, faço os seguintes comentários:

- a. Não deve fazer referência exclusivamente a empresas abertas, mas sim incluir empresas de capital fechado e entidades sem fins lucrativos. Esses últimos podem ser altamente complexos de demandar muito tempo. É incoerente limitar a participação a empresas abertas sem limites a essas outras atividades. Minha sugestão é que qualquer atividade que tome mais do que quatro horas por semana seja considerada no disclosure e no atingimento do *threshold*.
  - b. Não vejo sentido na limitação distinta para CEO e outros C levels. Na verdade, o critério deve ser estabelecido para qualquer um que possua função executiva *full time*. Nesse caso, entendo que o *threshold* seja atingido a partir de um conselho externo.
  - c. Sou favorável à dupla contagem para presidentes de conselho. Contudo, creio que a B3 deva aproveitar essa oportunidade para vetar que um mesmo indivíduo (i) seja CEO de mais de uma empresa de grande porte, aberta ou fechada; (ii) seja chairman de mais de uma empresa; ou (iii) seja CEO de uma empresa e *chairman* de outra. A propósito, se estabelecermos que executivos só podem 1 conselho antes do *threshold*, e a presidência do conselho conte em dobro, o limite do (iii) é automaticamente superado. Eu faria uma possível exceção a essas regras para empresas de um mesmo grupo econômico.
6. **Declaração do CEO e CFO sobre controles internos e DFs.** Sou contrário à proposta. Trata-se de solução importada de outros mercados, onde a responsabilidade pelas demonstrações financeiras era menos clara do que no Brasil. Aqui, as demonstrações financeiras são uma responsabilidade da diretoria por força de lei, inclusive sujeito a ação de responsabilidade, tornando desnecessária a declaração. Na verdade, tal declaração teria o condão apenas de tornar o processo mais burocrático e custoso, gerando uma boa fonte de renda para prestadores de serviços interessados em oferecer serviços de asseguração. Existem outras formas de fomentar a integridade das demonstrações financeiras, dentre as quais destaco (i) obrigatoriedade de aprovação por diretoria e conselho das demonstrações anuais e trimestrais, além da proposta da administração (acreditem se quiser, boa parte das empresas não tramita esse documento pelo conselho); (ii) assegurar que o profissional responsável pela auditoria interna responda diretamente ao conselho de administração e comitê de auditoria, sem intermédio do gestão; (iii) aprovação do plano e relatório anual de auditoria interna por conselho e comitê de auditoria.
7. **Obrigatoriedade de Comitê de Auditoria Estatutário.** Sou favorável. Creio inclusive que o relatório anual de que trata a regulação do CAE é uma forma adequada para dar transparência às atividades sob escopo do comitê. Mas deve ser composto por uma maioria de conselheiros independentes (não contando membros externos), e presidido por conselheiro independente. O “waiver” para a

competência sobre riscos para empresas que possuam comitês específicos é positiva, desde que tais comitês possuam as mesmas regras de composição e independência listadas acima.

8. **Adesão ao NM por membros externos do Comitê de Auditoria.** Sou favorável. Mas ressalto que na minha opinião seria melhor se o comitê de auditoria fosse composto exclusivamente por conselheiros. O “membro externo” é uma particularidade do Brasil (jabuticaba), e gera assimetria de informações que prejudica o desempenho do comitê.
9. **Encontro trimestral do Comitê de Auditoria com Auditores.** Embora pareça uma boa prática, sou contrário. Isso criará ainda mais apresentações “boilerplate”, inúteis, apenas para atender à norma (gerando ainda maiores custos e mais horas faturadas pelos auditores). As ações do comitê ficarão claras no relatório anual previsto na norma.
10. **Obrigatoriedade de atas.** Embora me pareça óbvio que seja necessário, eu não colocaria na norma. A B3 deve evitar reagir excessivamente a situações fora da curva, como Lojas Americanas. Se o comitê não produz atas, que arque com as consequências depois. Incluir a obrigação em norma gerará a produção de centenas de atas inúteis, que não dizem nada. De qualquer maneira, o relatório dará visibilidade à atuação do comitê (ou a falta dela).
11. **Anonimato.** O anonimato garantido deve ser uma faculdade, e não uma obrigação, a critério do denunciante. Sou favorável à alteração.
12. **Sanções.** Sou favorável às propostas de agravamento das sanções
13. **Possibilidade de usar outras câmaras de arbitragem.** Sinceramente, acho que isso não resolve os problemas da arbitragem. Aliás, pode piorar, dependendo das normas de transparência das outras câmaras. Seria mais importante assegurar que a CAM de fato funcione, eliminando as oportunidades de atraso e travamento deliberado dos processos, e impondo maior publicidade dos procedimentos e das decisões arbitrais. A criação de um fundo para o financiamento de lides por parte de pequenos acionistas pode ser uma boa ideia, dado que na estrutura de hoje os pequenos investidores simplesmente não possuem tutela jurisdicional, pois não tem recursos para acessar a CAM.
14. **Unificação do canal de denúncias.** Sou favorável, e aplaudo a iniciativa. Seria importante conversar com a CVM para ajustar o termo na norma deles também, pois esse canal dedicado do Comitê de Auditoria jamais fez sentido, e não conheço um caso sequer em que tenha sido útil (quando de fato existem).
15. **Divulgação do quantitativo do canal de denúncias.** Sou contrário. A iniciativa pode trazer consequências não previstas, tais como um menor incentivo ao desenvolvimento do canal. Alternativamente, sugiro a publicação de um relatório

anual do canal, sem especificar as informações que deva conter. Cada empresa que adote a prática que considerar mais adequada.

16. **Mudanças nas regras de liquidez e dispersão.** Não tenho opinião.
17. **Independência.** Sou favorável a considerar o fundador não independente. Mas creio que a B3 deva aproveitar a oportunidade para revisitar as definições mais uma vez, pois continuamos vendo dezenas de conselheiros não independentes, classificados como tal. Cito como exemplo primos de 2º ou 3º grau, conselheiros ligados por acordos de acionistas ou entre acionistas, e relações comerciais ou societárias (indiretas) entre o conselheiro e o controlador.
18. **Malus e clawback.** Sou favorável, mas entendo que em caso de erro ou fraude nas demonstrações financeiras, o clawback deva ser aplicado a todos os beneficiados pelo bonus – ou pelo menos toda a liderança, e não somente a diretoria estatutária. Afinal, o bonus teria sido pago com base em resultados inexistentes. No que tange a remuneração, contudo, creio que a B3 deveria utilizar essa oportunidade para avançar na padronização dos números da remuneração dos administradores, pois hoje o que é publicado não é comparável. Seria importante determinar critérios tais como caixa, competência e econômico, visão ex ante e ex post. Uma boa fonte de inspiração é o novo report de *pay for performance* da SEC. Aliás, se pudessemos usar o mesmo critério, aumentando a comparabilidade internacional, seria ótimo.
19. **Política de integridade.** Sou contrário à proposta. Isso fará com que as empresas liguem imediatamente para seus advogados para “comprar” políticas de prateleira de que dizem pouco ou nada. Algumas empresas possuem mais de 30 políticas no nível do conselho, o que garante que elas sejam desconhecidas do corpo de funcionários e portanto ineficazes. Cada empresa deve desenvolver seu próprio feixe de políticas, consideradas algumas absolutamente necessárias.
20. Por fim, creio que seja hora e da B3 refletir sobre a **extinção do Nivel 2**, que se tornou anacrônico na última rodada de reformas.

Mais uma vez cumprimentando a B3 pela iniciativa, e com meus votos de que os comentários oferecidos sejam úteis, subscrevo-me.

Atenciosamente,

**MAURO RODRIGUES DA CUNHA**