



**RELATÓRIO DE ANÁLISE DA SDM**

**Audiência Pública nº 07/2008**

**Parte II**

**Objeto:** Regras sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados

**1. Introdução**

O objeto da Audiência Pública nº 07/2008 é a minuta de Instrução que estabelece as regras de registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados (“Minuta”). A CVM recebeu os comentários feitos no âmbito da audiência pública entre os dias 27 de dezembro de 2008 e 30 de março de 2009.

Tendo em vista o tamanho e complexidade da Minuta, sua análise foi separada em duas partes. A parte I tratou exclusivamente dos comentários recebidos para os anexos 25 e 27 da Minuta, respectivamente o formulário cadastral e o formulário de referência. Esta parte II trata dos comentários ao corpo da Minuta.

Os comentários recebidos na audiência relativos aos anexos 25 e 27 da Minuta e consubstanciados na parte I desse relatório geraram a minuta final dos formulários cadastral e de referência. Essa última versão foi levada à consulta pública pela segunda vez entre os dias 15 de setembro de 2009 e 9 de outubro de 2009, com o objetivo de permitir que o mercado apresentasse comentários e sugestões a respeito de possíveis erros e inconsistências. O resultado dessa nova



consulta pública foi reproduzido em relatório apartado, intitulado “Relatório da Revisão Final”.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários aos artigos da Minuta; (iv) comentários ao Anexo 3; (v) comentários às regras para emissores estrangeiros (art. 33 e Anexo 33 – I); (vi) comentários às regras para securitizadoras (Anexo 33 – II); (vii) outros comentários; e (viii) observações finais.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 07/2008. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

A não ser que esteja indicado de outra maneira, os títulos das seções em que se divide o presente relatório fazem referência aos artigos e anexos da Minuta. Sempre que se quis fazer referência à numeração final do dispositivo, usou-se a expressão “atual [ ]”.

## **2. Participantes**

Participaram da audiência pública as seguintes pessoas e entidades:

- i) ABECIP – Associação Brasileira de Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança;
- ii) ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas;
- iii) AMEC – Associação de Investidores no Mercado de Capitais;



- iv) ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento;
- v) ANDIMA – Associação Nacional das Instituições Financeiras;
- vi) APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais;
- vii) Banco Barclays S.A.;
- viii) Banco Bradesco S.A.;
- ix) Banco do Brasil S.A.;
- x) Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados;
- xi) BM&FBOVESPA S.A.;
- xii) Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados;
- xiii) Bradesco BBI – Banco de Investimento;
- xiv) Bradespar S.A.;
- xv) CETIP S.A. Balcão Organizado de Ativos e Derivativos;
- xvi) Companhia Melhoramentos de São Paulo;
- xvii) Davis Polk & Wardwell;
- xviii) Energisa S.A.;
- xix) Gerdau S.A e Metalúrgica Gerdau S.A., em manifestação conjunta;
- xx) Glass Lewis & Co., LLC;
- xxi) Grebler Advogados;
- xxii) Henrique Beloch, Marcelo Pereira e Rafael Ramos, em manifestação conjunta;
- xxiii) Henrique Hildebrand Garcia;
- xxiv) IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa;
- xxv) IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil;
- xxvi) IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores;
- xxvii) Joaquim Dias de Castro;
- xxviii) Levy & Salomão Advogados;
- xxix) Luiz Nelson Porto Araujo;
- xxx) Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados;



- xxxii) Natura Cosméticos S.A.;
- xxxiii) Norma Parente;
- xxxiv) Ochman, Real Amadeo Advogados Associados;
- xxxv) Renato Sobral P. Chaves;
- xxxvi) RiskMetrics Group;
- xxxvii) Souza, Cescon Avédissian, Barrieu e Flesch Advogados;
- xxxviii) Telefónica S.A.;
- xxxix) TELESP – Telecomunicações de São Paulo S.A.;
- xxxx) Towers Perrin;
- xl) Vivo Participações S.A., Telemig Celular Participações S.A. e Telemig Celular S.A., em manifestação conjunta; e
- xli) Wilson Sons Limited.

### **3. Comentários aos artigos da Minuta**

#### **3.1. Art. 1º - Âmbito de aplicação da Instrução**

Bocater, Camargo Advogados, Machado, Meyer Advogados e Souza, Cescon Advogados sugerem que seja introduzida previsão expressa quanto à inaplicabilidade da instrução a casos especiais previstos em lei ou em normas emanadas da CVM, como, por exemplo, no caso dos emissores de valores mobiliários ofertados nos termos da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.

A Instrução CVM nº 476, de 2009, em seu art. 14, esclarece quando os emissores que oferecem seus valores mobiliários por meio de ofertas públicas de esforços restritos estão sujeitos ao registro de que trata a referida Instrução e, portanto, ao regime por ela imposto. De acordo com tal norma, o emissor que deseje negociar em bolsa os valores mobiliários ofertados com esforços restritos estará sujeito ao registro de emissor. Pelas razões expostas, o texto foi mantido.



A BM&FBOVESPA questiona a pertinência da abordagem dada aos emissores de títulos ou contratos de investimento coletivo, a qual colidiria com a regulamentação em vigor para a emissão desses valores mobiliários, em especial a Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de contratos de investimento coletivo.

De acordo com tal participante, a regulação de emissores de contratos de investimento coletivo é bastante restritiva porque tais investimentos são vistos como de alto risco para o investidor. A BM&FBOVESPA acredita que, apesar de a CVM afirmar, “*no edital de audiência pública, que um emissor de dívida e investimento coletivo deve prestar menos informações que as outras categorias, com base no argumento de que tais valores mobiliários apresentam riscos menores para os investidores*”, o risco está mais relacionado ao empreendimento desenvolvido pelo emissor do que ao tipo de valor mobiliário emitido.

A CVM concorda parcialmente com a opinião da BM&FBOVESPA. É fato que contratos de investimento coletivo, algumas vezes, expõem o investidor a um risco que ultrapassa a mera solvência do emissor. No entanto, tais instrumentos são tipicamente emitidos por empresas de menor porte, para as quais o custo do regime jurídico imposto a emissores capital/bolsa (atual categoria A) poderia ser demasiadamente elevado.

A CVM entende que, em relação a esses emissores de menor porte, é desejável que se aplique um regime mais brando. Ademais, o regime aplicável a emissores da categoria dívida (atual categoria B), conforme proposto na Minuta, já garante níveis de transparência bastante elevados se comparados aos atualmente aplicáveis a emissores de quaisquer valores mobiliários.

### **3.2. Art. 2º - Categorias de emissor de valores mobiliários**



O art. 2º da Minuta estabelece três categorias de registro de emissor com os seguintes nomes: ‘emissores capital/bolsa’, ‘emissores capital/balcão’ e ‘emissores dívida e investimento coletivo’. A esse respeito, a CVM fez as seguintes perguntas no edital da Audiência Pública nº 07/2008:

- i) “*se a divisão dos emissores nas categorias propostas é adequada;*” e
- ii) “*se os nomes atribuídos às categorias são adequados ou se seria preferível denominá-las categorias A, B e C. Esta dúvida decorre da discussão sobre a função do nome da categoria. De um lado, é desejável que o nome da categoria informe que emissores estão inseridos nesta categoria, de outro, é importante que o nome não induza o investidor a erro. Na tentativa de informar o investidor, a CVM propõe nomes para essas categorias, mas não está certa de que tais nomes não possam induzir o investidor a erro. Isto porque há uma série de emissores que estarão na categoria dívida e investimento coletivo que, na verdade, são emissores registrados somente por razões regulatórias ou mesmo emissores que pretendem obter apenas um registro de prateleira, sem intenção de colocar qualquer valor mobiliário de sua emissão para negociação em mercado. Assim, o nome, embora genericamente informe a principal característica dos emissores daquela categoria, pode não se aplicar a todos. A CVM deveria substituir os nomes atribuídos a tais categorias por letras (A, B e C) para evitar qualquer indução a erro?*”

As perguntas acima geraram manifestações bastante díspares. Enquanto alguns participantes sugeriram a extinção de categorias, outros propuseram a criação de novas categorias. Da mesma forma, enquanto alguns entenderam que os nomes atribuídos às



categorias eram adequados, outros entenderam que letras deveriam ser atribuídas às diferentes classes. O relato e discussão das manifestações estão descritos abaixo.

### **3.2.1. Extinção de categorias**

Para a ANBID, são poucos os descontos regulatórios propostos para as diferentes categorias de registro. A participante acrescenta que a criação de categorias de emissores com diferentes níveis de transparência de informação poderia passar a impressão, para o investidor, da existência de empresas de “segunda linha”, com menor qualidade.

A ANBID entende que seria mais adequado que a Minuta não estabelecesse categorias de emissores. A sua sugestão é que seja mantida apenas uma categoria de emissor, sem a necessidade de denominação específica.

A ANBID sugere ainda que as informações originalmente propostas para a categoria “capital/bolsa” sejam prestadas por todos os emissores de valores mobiliários. Caso a informação seja inaplicável ou inexistente, de acordo com o tipo de valor mobiliário emitido, o emissor simplesmente declararia “inaplicável” ou “inexistente”.

A APIMEC considera adequada a divisão entre emissores de capital e de dívida, mas recomenda que a classificação capital/balcão seja englobada pela classificação capital/bolsa. Tal grupo seria denominado “*emissores de capital*” ou “*emissores de ações*”. De acordo com a proposta da participante, deveria haver apenas dois tipos de emissores: “*capital(ações) e dívida*”.

Os comentários são parcialmente pertinentes.



Idealmente, o formulário de referência conteria toda e qualquer informação sobre todos os emissores de valores mobiliários, independentemente da natureza de suas emissões, tendo em vista que, via de regra, quanto maior o volume e qualidade da informação disponível, melhor será a precificação dos títulos em circulação no mercado. No entanto, a produção de informação é um processo que envolve custos, por isso, cabe ao regulador sopesar a relação custo-benefício de produção versus a utilidade da informação. Para isso, é necessário que esses emissores estejam minimamente separados.

Adicionalmente, a criação de categorias diferentes só é efetiva se tais categorias estiverem sujeitas a regimes distintos. Ou seja, se não houver descontos regulatórios significativos de um grupo de emissores para outro, a criação de diferentes categorias se torna desnecessária.

A CVM concorda que os descontos propostos para a categoria “capital/balcão” foram realmente pouco significativos. Por isso, decidiu extinguir a categoria capital/balcão, incorporando-a à categoria capital/bolsa (atual categoria A).

Adicionalmente, a CVM decidiu ampliar o rol de descontos regulatórios concedidos aos emissores da categoria dívida (atual categoria B) no formulário de referência.

### **3.2.2. Criação de categorias**

O Bocater, Camargo Advogados sugere um regime regulamentar intermediário a companhias que desejem obter o registro junto à CVM – análogo ao segmento ‘Bovespa Mais’, implementado pela BM&FBOVESPA – por meio da inclusão de uma quarta categoria de emissores, contemplando-se os seguintes critérios: (i) emissor recém registrado na CVM; e (ii) que venha a emitir menos de um determinado montante em valores mobiliários; ou (iii) companhias já registradas que estejam há mais de 10 anos sem distribuir publicamente uma emissão e tenham patrimônio líquido inferior a um



## CVM Comissão de Valores Mobiliários

valor a ser estipulado. Dessa categoria seriam exigidas somente as informações que atualmente constam do IAN.

A ABRASCA sugere a criação das seguintes categorias “*emissores capital/bolsa com grande exposição ao mercado e mercado de balcão organizado*”, “*emissores capital/bolsa sem grande exposição ao mercado e mercado de balcão organizado*”, “*emissores dívida e investimento coletivo*” e “*emissores capital/mercado de balcão não-organizado*”.

A ABRASCA sugere, ainda, que “*emissores capital/bolsa sem grande exposição ao mercado e mercado de balcão organizado*”, “*emissores dívida e investimento coletivo*” e “*emissores capital/mercado de balcão não-organizado*” tenham a faculdade, mas não a obrigação, de apresentar o formulário de referência, porque, em sua opinião, o formulário de referência seria um ônus excessivo para companhias emissoras nessas modalidades. Assim, propõe que tais companhias continuem obrigadas a enviar à CVM, via IPE, os atos societários, informações financeiras e demais documentos exigidos pela regulamentação da CVM.

O IBRI também sugere que seja criada categoria de emissor de valores mobiliários destinada aos emissores de valores mobiliários negociados no mercado de balcão não organizado. Segundo o participante, essa proposta seria mais uma “*porta de entrada*” às companhias que queiram acessar o mercado, porém fora do mercado de dívida e com regras mais rígidas do que as de dívida, contudo mais flexíveis do que as de balcão organizado.

No mesmo sentido, o Machado, Meyer Advogados sugere que seja avaliada a criação de uma categoria específica, com padrão diferenciado e flexibilizado de divulgação de informações, para sociedades registradas como companhia aberta, mas



que não mantenham valores mobiliários listados para negociação sequer em mercado de balcão organizado, ou ainda para sociedades que não realizem, simultaneamente ao registro de companhia aberta, pedido de listagem de valores mobiliários em qualquer desses mercados.

Norma Parente acredita que seria adequado criar uma categoria específica que contemplasse empresas menores, admitindo-se, para elas, inicialmente, um menor nível de exigência.

Na avaliação da CVM, o conjunto de reformas estabelecido pela Minuta, com a criação de duas categorias de emissores (categorias A e B), bem como a implementação da Instrução CVM nº 476, de 2009, cria uma estrutura adequada para o mercado de valores mobiliários brasileiro.

O regime de ofertas públicas com esforços restritos desempenha o papel da categoria de balcão não organizado pleiteado pelos participantes. A Instrução CVM nº 476, de 2009, prevê um regime informacional mais brando e menos custoso para empresas que acessam de forma menos ostensiva apenas os investidores mais qualificados, além de dispensar o registro de emissor por completo para tais emissores. Esta seria a porta de entrada a que se referem os participantes.

A proposta de que somente os emissores registrados na categoria A sejam considerados de grande exposição e, por isso, somente eles tenham que apresentar o formulário de referência também foi considerada inadequada pela CVM. Primeiro, porque o desconto solicitado levaria o grau de transparência no mercado para um patamar inferior ao existente hoje, tendo em vista que, uma quantidade significativa de emissores estaria dispensada de prestar qualquer informação periódica não contábil.

Adicionalmente, uma importante inovação trazida pela instrução é o fato de todos os emissores registrados na CVM terão que fornecer um conjunto de informações adequado à categoria para a qual solicitou o registro. Essa informação é importante pelos diversos motivos expostos no Edital de Audiência Pública, em especial, na Seção 3, que explica o novo modelo implementado pela Instrução.



### 3.2.3. Nome das categorias de emissores

A ABRASCA considera mais adequado o uso de letras ao invés de nomes, pois estes poderiam induzir investidores a erros, na medida em que as categorias mais abrangentes não indicam em seus nomes todos os valores mobiliários que a emissora pode ter em circulação.

Igualmente, a ANBID entende que os nomes constantes da Minuta — “capital/bolsa”, “capital/balcão” e “dívida/investimento coletivo” — devem ser alterados, pois tais denominações têm o potencial de gerar confusão para o investidor. Neste caso, sugere-se que seja adotada a denominação “A” (para o emissor “capital/bolsa”), “B” (para o emissor “capital/balcão”) e “C” (para o emissor “dívida/investimento coletivo”).

Também favorável à utilização de letras, o IBRACON sugere que as categorias de emissor de valores mobiliários sejam divididas em Nível A, Nível B e Nível C, a fim de que se reduza a indução ao erro e se estabeleça uma hierarquia entre as categorias.

Da mesma forma, o RiskMetrics manifesta a sua preferência pela denominação A, B e C.

Para o Bocater, Camargo Advogados, a classificação proposta na Minuta pode gerar dúvidas aos investidores. O participante sugere que a denominação das categorias proposta na Minuta seja substituída por (i) emissores bolsa; (ii) emissores balcão; e (iii) emissores balcão simplificado.



Para o Levy & Salomão Advogados, a nomenclatura adotada inicialmente poderia induzir o investidor a erro, uma vez que o emissor capital/bolsa também pode negociar seus valores mobiliários em mercado de balcão, e todos os emissores podem emitir dívida e investimento coletivo. Em vista disso, sugere que as categorias sejam nomeadas pelo que há de diferente, ou seja, a possibilidade de negociação de valores mobiliários de capital de forma livre.

Em oposição às sugestões acima, Henrique Beloch, Marcelo Pereira, Rafael Ramos, IBGC, IBRI, Renato Chaves e Souza, Cescon Advogados manifestaram sua concordância com relação à utilização da nomenclatura adotada na Minuta.

A APIMEC, apesar de recomendar a extinção de uma das categorias de emissor e, portanto, a alteração da denominação de duas categorias, sugere que seja mantida uma nomenclatura que indique a natureza do valor mobiliário, “*ainda que no tipo dívida (novo B) possa haver “emissores outros”*”.

Em vista das sugestões acima, e com objetivo de afastar qualquer tipo de dúvida quanto à identificação do emissor e dos valores mobiliários por ele emitidos, a CVM optou por alterar a nomenclatura das categorias para A e B.

### **3.2.4. § 1º, inciso I, alínea “a”**

A Minuta estabelece:

“I – são considerados valores mobiliários de capital:

- a) ações e valores mobiliários equiparáveis a ações;



- b) *quaisquer valores mobiliários que confiram ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados na alínea “a”, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários referidos na alínea “a” ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor;”*

A BM&FBOVESPA sugere que, no art. 2º, § 1º, inciso I, alínea “a”, seja definida a expressão “equiparáveis a ações”, para que não sejam suscitadas dúvidas sobre quais valores mobiliários estariam incluídos nessa definição.

O Levy & Salomão Advogados alega que a expressão “equiparáveis a ações” é muito imprecisa e não técnica, devendo ser especificados quais são os valores mobiliários que implicam um número maior de exigências de informação para seus emissores, a fim de que seja garantida a segurança jurídica dos emissores e do mercado.

Os comentários sobre a imprecisão da expressão “equiparáveis a ações” são pertinentes. O comando foi reformulado e a CVM acredita ter atendido o pleito dos participantes.

### **3.2.5. § 2º**

O § 2º do art. 2º estabelece que “[o] registro na categoria capital/bolsa autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em quaisquer mercados regulamentados de valores mobiliários.”

A BM&FBOVESPA argumenta que a redação proposta pode sugerir a interpretação de que é permitida a negociação simultânea de ações em mercados de



bolsa e de balcão, o que seria contrário ao disposto na Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, art. 57, § 3º.

A Instrução CVM nº 461, de 2007, cuida do funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários, e é, portanto, mais específica que a Minuta em relação à negociação simultânea de ações em mercados de bolsa e de balcão. Assim, a CVM acredita que não é necessário fazer o esclarecimento.

Por essas razões, a redação da Minuta foi mantida.

### 3.3. Art. 3º

A combinação do art. 3º da Minuta com o Anexo 3 estabelece um regime em que, por ocasião do registro, os emissores da categoria A apresentam uma série de informações referentes aos 3 últimos exercícios sociais, enquanto que, para a categoria B, é facultado que se apresente informações referentes somente ao exercício corrente e ao último exercício.

A ANBID entende que, em qualquer categoria, o emissor deveria apresentar informações referentes aos 3 últimos exercícios, uma vez que os custos de elaboração das informações seriam percebidos somente na abertura de capital, pois a partir do ano seguinte o emissor já possuiria informações para os 3 últimos exercícios sem incorrer em custos adicionais. A participante argumenta, ademais, que o período mínimo de 3 exercícios é importante para uma análise fundamentada do investimento, seja de capital ou dívida, “*especialmente em setores que sejam sazonais ou negócios em fase inicial*”.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.



A BM&FBOVESPA sugere que a redação do parágrafo único do art. 3º seja alterada para esclarecer que “*a faculdade é conferida aos emissores que pretendam obter o registro na categoria dívida e investimento coletivo*”.

O IBRI propõe que o parágrafo único do art. 3º seja excluído “*a fim de se manter a coesão com o art. 14 §1º no tocante aos prazos*”.

Tendo em vista a decisão de uniformizar os documentos exigidos para ambas as categorias, os comentários perderam o objeto.

#### **3.4. Art. 4º**

A BM&FBOVESPA pede que a “*declaração da entidade administradora do mercado organizado no qual o emissor pretenda negociar seus valores mobiliários, informando o deferimento do pedido de admissão à negociação*” seja substituída pelo “*protocolo do pedido de admissão a negociação na entidade administradora do mercado organizado*”.

O modelo implementado pela Minuta não contempla o registro de emissores que não estão autorizados a negociar seus valores mobiliários em mercado organizado. Assim, independentemente do processo de admissão na entidade administradora de mercado organizado, os registros concedidos pela CVM sempre implicam autorização para negociar valores mobiliários em mercados organizados. A verificação do registro concedido pela entidade administradora, no caso, seria desnecessária, uma vez que não alteraria o tipo de registro concedido pela CVM. Por isso, a CVM decidiu eliminar esse documento da lista a ser entregue pelo emissor que pleitear o registro.

A decisão acima está refletida na Instrução.

#### **3.5. Art. 7º**



A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE da CVM propõe que, além dos emissores estrangeiros cujos valores mobiliários sejam lastro para programas de certificados de depósito de valores mobiliários – BDR Nível I, patrocinados ou não, e dos emissores de certificados de potencial adicional de construção, citados nos inciso I e II do art. 7º da Minuta, respectivamente, as seguintes pessoas também sejam automaticamente dispensadas do registro de emissor de valores mobiliários previsto na Instrução: (i) emissores de certificados de investimento relacionados à área audiovisual cinematográfica brasileira; (ii) empresas de pequeno porte; e (iii) microempresas.

A SRE argumenta que as pessoas mencionadas acima não estão sujeitas ao registro na CVM, nos termos da regulamentação em vigor, e não é desejável que estejam por conta de sua natureza especial.

A sugestão é pertinente e está refletida na redação da Instrução.

### **3.6. Art. 10 (artigo eliminado em razão das mudanças do art. 2º)**

#### **3.6.1. Art. 10, I**

O Levy & Salomão Advogados pede que seja esclarecido se a exigência de “*atendimento de todos os requisitos de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro*” mencionada no inciso I impõe ao emissor a necessidade de realizar oferta pública de aquisições de ações ou bastaria o simples atendimento de seus requisitos. O participante ressalta que é “*importante esclarecer as regras sobre o assunto para evitar divergências na interpretação por parte dos participantes do mercado*”.



Tendo em vista a decisão de eliminar a categoria capital/balcão, o comentário perdeu o objeto em relação ao art. 10, I, mas é relevante em relação ao art. 11 (atual art. 10). O comando foi revisitado e a sugestão foi parcialmente aceita. Outras modificações foram feitas para esclarecer o comando. A CVM acredita ter atendido à sugestão do participante.

### **3.6.2. Art. 10, II**

A BM&FBOVESPA manifestou as seguintes dúvidas em relação à redação do inciso II: “[o] que se propõe é a manifestação dos acionistas favoráveis à mudança de categoria, ou apenas dos acionistas que não concordam? E como se imaginou o processo de manifestação: através de uma Assembléia, ou num prazo determinado?”

Em razão dessas dúvidas, e “para que não reste dúvida de que os valores mobiliários, que não os de capital, estão excluídos da vedação prevista”, a BM&FBOVESPA sugere a adoção da seguinte redação:

“II – à comprovação de que 2/3 (dois terços) dos titulares das ações em circulação atingidas pela conversão estão cientes e concordam que, em razão da conversão do registro, os valores mobiliários de capital do emissor não poderão mais ser negociados em mercados de bolsa.”

Tendo em vista a decisão de eliminar a categoria capital/balcão, o comentário perdeu o objeto em relação ao art. 10, II, mas é relevante em relação ao art. 11 (atual art. 10). O comando foi revisitado e a sugestão foi parcialmente aceita. Outras modificações foram feitas para esclarecer o comando. A CVM acredita ter atendido à sugestão da participante.

### **3.7. Art. 11 (atual art. 10)**



O Souza, Cescon Advogados, “*para melhor esclarecer as condições para que seja aprovado o pedido de conversão de categoria*”, sugere que o art. 11 passe a vigorar com a seguinte redação:

“*Art. 11. O pedido de conversão das categorias capital/balcão e capital/bolsa para a categoria dívida e investimento coletivo fica condicionado ao atendimento de todos os requisitos da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de negociação em bolsa ou mercado de balcão, conforme aplicável, nos termos das normas específicas da CVM a respeito dessa matéria. (...)*”

(os grifos constam do original)

O comentário é parcialmente pertinente. A CVM reproduziu o texto do art. 4º, § 4º da Lei nº 6.404, de 1976 no art. 48 da Instrução e consequentemente no art. 11.

### **3.8. Art. 12 (atual art. 11)**

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão de um parágrafo ao art. 12 que contemple a comunicação da CVM para as bolsas quanto à conversão da categoria, a exemplo do que já ocorre na Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, em seu art. 25, quando uma companhia cancela seu registro de companhia aberta.

A CVM entende que os procedimentos de comunicação entre o seu corpo técnico, no caso a Superintendência de Relações com Empresas - SEP, e as entidades administradoras de mercados estarão mais bem acomodados nos documentos que tratam do protocolo, regras e procedimentos dos trabalhos conjuntos desenvolvidos pela entidade e a CVM, e não em Instruções. Isto porque, os primeiros são modificados com maior facilidade e podem, de maneira dinâmica, refletir decisões das



equipes de trabalho, enquanto Instruções são documentos menos flexíveis, cuja alteração depende de debate com os diversos participantes do mercado.

Por essa razão, o comentário não foi aceito.

### **3.9. Art. 14, § 1º (atual art. 13, § 2º) - obrigação de manter página na rede mundial de computadores**

#### **3.9.1. Manifestações contra a manutenção de página na rede mundial de computadores**

ABRASCA, ANBID, IBRACON, Machado, Meyer Advogados, Souza, Cescon Advogados e Vivo apresentaram manifestações contrárias à obrigação de o emissor colocar e manter as informações periódicas e eventuais à disposição dos investidores em página própria na rede mundial de computadores, além da obrigação de manter tais informações em sua sede pelo prazo de 3 anos.

Em resumo, esses participantes argumentam que a obrigação de manter uma página na rede mundial de computadores e nela fornecer todas as informações periódicas e eventuais que já são disponibilizadas na página da CVM na rede mundial de computadores seria um custo desnecessário para os emissores **vis-a-vis** os benefícios trazidos ao mercado.

ANBID e Machado, Meyer Advogados sugerem que a apresentação das informações em página própria na rede mundial de computadores seja facultativa. Para a ANBID “*empresas que já possuem site com informações ou que desejem criar sites para tanto, poderão fazê-lo, sem no entanto, estarem obrigadas*”. O Machado, Meyer Advogados sugere ainda que, nesse caso, poderia ser exigido dos emissores a



disponibilização de versões em português de documentos originalmente redigidos em outros idiomas.

ABRASCA, Machado, Meyer Advogados e Vivo sugerem a criação de um **link** nas páginas dos emissores de valores mobiliários na rede mundial de computadores que possibilite ao interessado ser automaticamente redirecionado à página da CVM.

### **3.9.2. Manifestações a favor da manutenção de página na rede mundial de computadores**

APIMEC, BM&FBOVESPA, IBGC, Marcelo Nascimento, RiskMetrics e Telefónica apresentaram manifestações favoráveis à obrigação de colocar e manter informações em página na rede mundial de computadores, conforme previsto no § 1º do art. 14 da Minuta. O Bocater, Camargo Advogados, embora não tenha se manifestado expressamente a favor da manutenção, faz sugestões em relação ao cumprimento da obrigação, podendo-se inferir que tal participante está de acordo com o comando.

Segundo o IBGC, a manutenção das informações na rede mundial de computadores é uma boa prática que contribui para um melhor nível de transparência e prestação de contas dos emissores, não devendo o seu custo representar óbice suficiente para impedir a implementação da exigência.

Para a BM&FBOVESPA, a manutenção de uma página na internet não representa um custo excessivo e é, em geral, o primeiro lugar visitado por investidores quando buscam informações sobre uma empresa.

A RiskMetrics sugere a inclusão, na Instrução, de um modelo de página a ser seguido pelas empresas. A seu ver, a uniformidade na disponibilização da informação é



importante, pois a utilização de um formato único facilitaria a pesquisa do usuário e a comparação de dados entre empresas.

O Bocater, Camargo Advogados defende que companhias que se encontrem em situações extraordinárias deveriam ser excepcionadas da obrigação de colocar e manter informações em página própria na rede mundial de computadores. O participante sugere que sejam consideradas companhias em situação extraordinária aquelas que tenham apresentado patrimônio líquido negativo no último exercício ou que se adote outro critério considerado adequado pela CVM.

Com foco nos emissores estrangeiros, a Telefónica entende ser adequada a exigência de disponibilização de informações na página da rede mundial de computadores da companhia, desde que haja a flexibilização das obrigações de informações específicas para o mercado brasileiro.

Para Renato Chaves e Souza, Cescon Advogados (caso a CVM entenda necessário exigir a manutenção de página na rede mundial de computadores), a exigência poderia ficar restrita à categoria capital/bolsa (atual categoria A). Isto porque, o nível de transparência exigido desse grupo de emissores pelo mercado é consideravelmente maior que aquele demandado dos demais grupos de emissores.

A CVM acredita que a divulgação das informações periódicas e eventuais em página do próprio emissor na rede mundial de computadores contribui para o aumento da transparência no mercado de capitais e não representa custos significativos para a maior parte dos emissores. Por isso, resolveu manter a obrigação para aqueles emissores registrados na categoria capital/bolsa (atual categoria A).

No entanto, tendo em vista a manifestação dos participantes de que a manutenção de uma página na rede mundial de computadores não é necessária e pode



representar custo não desprezível para emissores de menor porte, bem como o desejo da CVM de estabelecer um regime mais brando para emissores da categoria B, a CVM decidiu que não obrigará emissores registrados nesta categoria a criar uma página na rede mundial de computadores. Tais emissores serão dispensados da obrigação de colocar e manter suas informações em página na rede mundial de computadores.

### **3.9.3. Outros comentários relacionados à página na rede mundial de computadores**

ABRASCA e Energisa pedem que a CVM estude a possibilidade de facultar às companhias abertas a realização das publicações em sua página na rede mundial de computadores ou em diários oficiais e jornais de grande circulação. A Energisa argumenta que os custos com publicações são enormes e atualmente se mostram desnecessários, visto que todas as publicações e informações periódicas são disponibilizadas no endereço eletrônico da CVM ou das próprias empresas.

O comentário é pertinente, mas foge do escopo da Minuta e da competência da CVM, pois depende de alteração legislativa.

O Souza, Cescon Advogados sugere, a fim de facilitar a verificação de informações atualizadas pelo investidor, que a CVM disponibilize em sua página na internet o serviço de **Rich Site Summary** ou **Really Simple Syndication** (“RSS”).

Segundo o Souza, Cescon Advogados, o RSS é uma ferramenta que permite a divulgação automática e instantânea de informações atualizadas, sem que o investidor precise acessar a página na rede mundial de computadores. Bastaria que o investidor selecionasse o emissor de seu interesse, para ser imediatamente informado, sempre que este vier a divulgar novas informações por meio da página da CVM.



O comentário é pertinente, mas foge ao escopo da Minuta. A SDM encaminhará o comentário à área de informática da CVM.

### **3.10. Art. 16 (atual art. 15)**

O IBRI sugere a inclusão da palavra “*simples*”, conforme segue:

“Art. 16. Todas as informações divulgadas pelo emissor devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.” (os grifos constam do original)

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

### **3.11. Art. 17 (atual art. 16)**

O Souza, Cescon Advogados sugere que o art. 17 seja alterado para dispor expressamente “*que normas relativas a sigilo devem ser respeitadas*”.

O art. 17 da Minuta estabelece um princípio em relação à maneira pela qual as informações devem ser divulgadas e não fere as situações de sigilo contempladas em regras específicas. Por essa razão, a redação da Minuta foi mantida.

### **3.12. Art. 19 (atual art. 18)**

O Souza, Cescon Advogados sugere, a fim de “*melhor esclarecer e detalhar as providências a serem tomadas pelo emissor, no caso de informações válidas por prazos determináveis*”, que a redação do art. 19 seja modificada, conforme segue:

“Art. 19. Sempre que a informação divulgada pelo emissor for válida por um prazo determinável, tal prazo deve ser indicado e tal informação deve ser



*excluída, substituída ou atualizada, conforme aplicável, depois de transcorrido esse prazo.”*

(os grifos constam do original)

As situações de envio e atualização de informações pelo emissor estão contempladas nas Seções II e III do Capítulo III da Minuta. Ademais, muitas vezes, é importante manter o histórico das informações já prestadas, portanto, a informação não deve ser excluída ou substituída.

Por essas razões, a redação da Minuta foi mantida.

### **3.13. Art. 20 (atual art. 19)**

O Souza, Cescon Advogados julga necessário aprimorar a redação do art. 20, de forma a elucidar como ocorrerá a diferenciação de informações factuais e critérios subjetivos. O participante sugere a seguinte redação para o artigo em questão:

*“Art. 20. Informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas. Para tanto, o emissor deverá incluir, expressamente, no Formulário de Referência e/ou nos demais documentos por ele emitidos ao mercado no âmbito desta Instrução (inclusive com relação a ofertas públicas de valores mobiliários), sempre que necessário, disposições indicando tratar-se de interpretações, opiniões, projeções ou estimativas.”*

(os grifos constam do original)

A CVM acredita que a atual redação da Minuta já pressupõe que deverão ser incluídas indicações de que a informação prestada é uma interpretação, opinião, projeção ou estimativa. Por essa razão, a redação da Minuta foi mantida.

### **3.14. Art. 21 (atual art. 20)**



**3.14.1. § 1º (atual art. 20, § 1º)**

O IBRI sugere que a redação do § 1º do art. 21 seja alterada para esclarecer que as projeções estão sujeitas às regras da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Para o participante, somente alterações relevantes nas projeções devem ser consideradas fatos relevantes. As atualizações rotineiras, sejam elas trimestrais ou anuais, devem ser divulgadas como comunicados e atualizadas no formulário de referência dentro do prazo regulamentar.

A Minuta não revoga ou modifica a Instrução CVM nº 358, de 2002, e, por isso, não é necessário destacar que as projeções, assim como quaisquer outras informações, estão sujeitas às regras de divulgação de fato relevante, quando forem informações relevantes.

Da mesma forma, também não parece necessário esclarecer que, se não houver alteração relevante nas projeções e estimativas divulgadas, basta que tais informações sejam atualizadas trimestralmente nos formulários de informações trimestrais – ITR.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

O Souza, Cescon Advogados julga “*inapropriada*” a inclusão prevendo que as projeções e estimativas devam ser razoáveis, uma vez que tal definição seria demasiadamente genérica. O participante sugere a exclusão do inciso III do §1º do art. 21, bem como pequenas alterações “*para melhorar a redação do referido artigo*”, conforme segue:

“Art. 21 A divulgação de projeções e estimativas é facultativa.

§ 1º Caso o emissor decida divulgar projeções e estimativas, elas devem:



*I – ser incluídas no campo apropriado do formulário de referência;*

*II – ser expressamente identificadas como dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho; e*

***III – ser razoáveis;***

*III – vir acompanhadas das premissas relevantes, parâmetros e metodologia adotados. (...)"*

(os grifos constam do original)

A CVM considera as inserções sugeridas ao inciso I e II desnecessárias.

Em relação à exclusão do termo “razoáveis”, a CVM entende que é desejável manter expressamente na norma um comando, ainda que principiológico, sobre a necessidade de se elaborar projeções razoáveis. Para tomar tal decisão a CVM levou em conta os padrões internacionais.

Na regra americana, uma das condições para que as projeções gozem do **safe harbor** estabelecido pela **Regulation S-K** é que tais projeções sejam feitas em bases razoáveis. Vale transcrever: “**Commission policy on projections. The Commission encourages the use in documents specified in Rule 175 under the Securities Act and Rule 3b-6 under the Exchange Act of management's projections of future economic performance that have a reasonable basis and are presented in an appropriate format.**”

### **3.14.2. § 4º (atual art. 20, § 4º)**

A BM&FBOVESPA sugere que o comparativo das projeções com o resultado efetivo seja incluído também nas demonstrações financeiras elaboradas ao final de cada exercício.



O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

**3.15. Art. 22 (atual art. 56)**

O Souza, Cescon Advogados sugere que a redação do art. 22 preveja um prazo mínimo de 5 dias para atendimento de solicitações da SEP.

Muitas vezes e, em especial, quando se trata do cumprimento de obrigações de divulgação de informações eventuais ligadas a assembleias gerais e a outros eventos com data certa, os prazos dados pela SEP são menores que 5 dias úteis. Assim, o mais adequado é que a SEP estipule o prazo de acordo com a extensão e complexidade da exigência e urgência da informação.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

**3.16. Art. 24, IX (atual art. 21, IX)**

A AMEC sugere que o inciso IX do art. 24 seja alterado, “*para dar maior transparência aos atos assembleares, possibilitando aos investidores tomar conhecimento dos acionistas presentes, bem como dos votos proferidos em assembléia*”.

A CVM entende que é excessivo exigir que, no mesmo dia da realização da assembleia, o emissor produza um documento com informações tão detalhadas como sugere o participante. Tais informações estarão disponíveis para os investidores na ata, em 7 dias úteis contados da realização da assembleia. Tal prazo parece razoável.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

IBRI e Souza, Cescon Advogados consideram que não haveria prejuízos ao mercado de valores mobiliários e aos potenciais investidores se a Minuta mantivesse o



atual prazo de divulgação do sumário das decisões da assembleia. Para tais participantes, o documento deve ser enviado à CVM no dia seguinte ao da realização da assembleia geral.

O comando somente reflete o que já é, na prática, exigido pelo autorregulador, a entidade administradora do mercado de bolsa BM&FBovespa. Por essa razão, o prazo proposto foi mantido.

### **3.17. Art. 24, X (atual art. 21, X)**

Para padronizar prazos a que estão sujeitos os emissores de valores mobiliários, o IBRI sugere que o prazo do inciso X do art. 24 seja alterado de 10 dias corridos para 5 dias úteis.

A CVM revisitou todos os prazos para prestação de informações previstos na Minuta e, sempre que possível, uniformizou o prazo em 7 dias úteis. A CVM acredita ter atendido ao pleito do participante.

### **3.18. Art. 27 (atual art. 24)**

#### **3.18.1. Art. 27, I (atual art. 24, § 1º)**

Para a Telefónica, o prazo de 5 meses proposto no art. 27, inciso I, é “*muito apertado*”, sobretudo tendo em vista a complexidade do formulário de referência e considerando que na Espanha as companhias abertas estão obrigadas a publicar suas demonstrações financeiras até os 4 meses seguintes ao encerramento do exercício social, assim como previsto no art. 28, § 2º, da Minuta.



A participante argumenta que, uma vez preparadas e publicadas as informações financeiras anuais na Espanha, ela inicia os trabalhos de preparação dos formulários anuais específicos que lhe são exigidos por outros reguladores, dado que estes são elaborados com base nas informações financeiras publicadas naquele país. Tendo em vista o volume de informações a serem elaboradas e o tamanho e complexidade do “grupo Telefónica”, o prazo adicional de apenas um mês não seria suficiente, propondo a Telefónica que tal prazo seja estendido até 30 de junho, no mínimo.

Muitas das informações constantes do formulário de referência podem ser preenchidas sem que as informações contábeis estejam terminadas. Assim, nada impede que um emissor comece a trabalhar produtivamente no preenchimento do formulário de referência sem que suas informações contábeis estejam finalizadas. A CVM entende que o prazo é adequado.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.18.2. Art. 27, III (atual art. 24, § 3º)**

Para a Telefónica, o prazo previsto no art. 27, III, para a apresentação do formulário de referência atualizado, de 5 dias úteis, contados da ocorrência do fato que resulte na obrigação de sua atualização, é insuficiente, à luz dos prazos estabelecidos na regulamentação da Espanha para a comunicação de alguns desses mesmos fatos.

A participante alega, a título de exemplo, que para a comunicação de alterações em participações acionárias significativas, o prazo estabelecido pela regra local é de 4 dias úteis (o que deixaria 1 dia útil para atualização do formulário de referência). Para a comunicação de qualquer modificação no capital social, o prazo é até o último dia útil do mês em que o aumento ou a diminuição do capital social ocorreu.



Não obstante os comentários da participante, a legislação espanhola não parece impedir que o emissor cumpra com os prazos estabelecidos na Minuta. Ademais, a CVM considera o prazo adequado.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

**3.18.3. Art. 27, § 1º, I (atual art. 24, § 1º)**

O Glass Lewis acredita que os emissores deveriam apresentar as informações constantes do formulário de referência em conjunto com as informações de **proxy**, idealmente quando a assembleia geral ordinária for convocada, ao invés de apresentar as informações no prazo de 5 meses, conforme proposto na Minuta.

Na mesma linha, o IBRACON sugere que o formulário de referência seja entregue simultaneamente com as demonstrações financeiras anuais, ou seja, antes da assembleia geral ordinária.

Há dados do formulário de referência que são preenchidos com informações vindas da assembleia geral ordinária, por isso, faz sentido que o formulário seja entregue após a sua realização.

A CVM está tratando do acesso a documentos e informações necessárias ao exercício do direito de voto em regras específicas discutidas no âmbito da Audiência Pública nº 02/2009.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

**3.18.4. Art. 27, § 1º, III, “a” (atual art. 24, § 4º, I)**



A BM&FBOVESPA sugere que esteja previsto no art. 27, § 1º, III, “a” que o formulário de referência deve ser atualizado também quando houver a reeleição de administrador, e não apenas quando ocorrer alteração de administrador.

As informações sobre data de eleição, data de posse e prazo do mandato estão no item 12.6 do formulário de referência e serão atualizadas anualmente ou quando o emissor requerer o registro de distribuição pública de valores mobiliários.

A Minuta procurou limitar a atualização extraordinária do formulário de referência às hipóteses em que é muito importante para o investidor ter uma informação precisa a qualquer momento que ele precise dela. É imprescindível que o mercado saiba exatamente quem são os administradores do emissor. Por isso, a Minuta exige a atualização do formulário quando os administradores são alterados. É menos importante saber quando ele foi eleito e até quando ficará na posição ocupada, por isso, em caso de reeleição, o formulário não precisa ser atualizado.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.18.5. Art. 27, § 1º, III, “e” e “f” (atual art. 24, § 4º, VI e VII)**

TELESP e Vivo alegam que o cumprimento das obrigações previstas no art. 27, § 1º, III, “e” e “f”, em especial no que se refere a “*qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse*”, pode ser inviável para emissores com quantidade significativa de acionistas detentores de pequenas quantidades de ações (inferiores a 5%). Isto porque, nem sempre o emissor conseguiria identificar, com as informações de que dispõe em seus cadastros, quais dentre esses acionistas estarão representando um mesmo interesse.

Os referidos participantes argumentam que a Instrução CVM nº 358, de 2002, em seu art. 12, com redação dada pela Instrução CVM nº 449, de 15 de março de 2007, determina que é dever do acionista ou do grupo de acionistas representando um mesmo



interesse informar à companhia que atingiu participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% ou mais de cada espécie ou classe de ações representativas do capital social.

Dessa forma, TELESP e Vivo entendem que a redação da Minuta deve levar em consideração esse dever dos acionistas. Em tais casos, quando devidamente informada, a companhia terá conhecimento expresso de que um grupo de acionistas atingiu o percentual de 5%, podendo, portanto, efetuar as modificações devidas no formulário de referência.

O comentário é parcialmente pertinente e, por isso, a CVM reformulou os comandos.

A obrigação do art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002, é eventual, ou seja, pode ocorrer aleatoriamente. Basta que haja uma aquisição de participação relevante ou um aumento de participação para que a obrigação de divulgação seja criada. Exigir que o emissor crie um sistema para monitorar variações no seu capital permanentemente não seria razoável. Por isso, no caso do art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002, há a obrigação do adquirente de informar o emissor, para que ele possa fazer a comunicação à CVM. Uma vez que o emissor tenha sido informado que um determinado acionista atingiu participação de 5% das ações de uma mesma classe ou espécie, ele deve cumprir com o disposto no art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002 e atualizar o formulário de referência, conforme determina o art. 27 da Minuta.

A entrega anual do formulário de referência, ao contrário, é uma obrigação periódica e, por isso, sua atualização ocorre em data pré-determinada. Os emissores de valores mobiliários têm acesso à lista de seus acionistas permanentemente e podem consultá-la quando do preenchimento do formulário e identificar os detentores de mais de 5% de uma mesma classe ou espécie de ação. Assim, é esperado que o emissor, por ocasião do preenchimento anual do formulário de referência, ou em caso de atualização por conta de pedido de registro de oferta pública, consulte sua lista de acionistas e insira no formulário dados sobre aqueles que detêm 5% ou mais de uma mesma classe ou espécie de ações, independentemente de ter sido avisado a respeito desse fato.



Assim, embora o formulário de referência não precise ser extraordinariamente atualizado por conta de alterações de posições acionárias minoritárias não comunicadas ou percebidas pelo emissor ou por acordos de voto não arquivados em sua sede ou que não sejam de seu conhecimento, é esperado uma posição ativa do emissor, efetivamente analisando o seu quadro acionário, quando da apresentação anual do formulário de referência.

A Instrução foi alterada para refletir o entendimento acima.

### **3.19. Art. 28 (atual art. 25)**

#### **3.19.1. Art. 28, § 1º, II (atual art. 25, § 1º, II) - demonstrações financeiras de emissores estrangeiros auditadas por auditores registrados na CVM**

15 participantes se manifestaram a respeito da proposta de exigir que os emissores estrangeiros tenham suas demonstrações financeiras auditadas por auditores registrados na CVM. 8 manifestantes foram contra a proposta, por diversas razões, expostas abaixo e 7 foram a favor, em geral, por acreditarem que tal medida confere mais confiabilidade às demonstrações financeiras.

##### ***Participantes contra a proposta***

ABRASCA, Barbosa, Müssnich Advogados, Bocater, Camargo Advogados, BM&FBOVESPA, IBGC, IBRACON, Machado, Meyer Advogados e Souza, Cescon Advogados apresentaram manifestações contrárias à elaboração de parecer de auditor independente registrado na CVM para acompanhar as demonstrações financeiras do emissor estrangeiro. Para esses participantes, deveria ser mantida a regra atualmente em vigor, que exige que as demonstrações financeiras do emissor estrangeiro sejam



## CVM Comissão de Valores Mobiliários

acompanhadas de relatório de revisão especial emitido por auditor independente registrado na CVM.

A ABRASCA acredita que a solicitação de parecer de auditor independente não é apropriada, pois aumentaria demasiadamente os custos incorridos pelos emissores, sem que houvesse um aumento de segurança em relação à qualidade da auditoria realizada.

Para tal participante, na prática, o auditor independente registrado na CVM poderá estar profissionalmente inabilitado para emitir o parecer em razão de aspectos relativos ao seu registro profissional. Tais aspectos poderiam comprometer a qualidade da auditoria ou mesmo duplicar o seu custo, pois seria necessária, além de uma auditoria no país de origem do emissor, por necessidade estatutária e/ou legal, uma segunda auditoria no Brasil.

Para o Barbosa, Müssnich Advogados, a convergência das regras contábeis ao padrão do IFRS leva a entender que no futuro todos os emissores nacionais e estrangeiros estarão sujeitos às mesmas regras contábeis e, assim, ao mesmo tratamento em seus processos de auditoria e, dessa forma, com a nova regra prevista na Minuta haveria ineficiência da nova auditoria, aumento de custos, e atraso na entrega das demonstrações financeiras, pois a regra atual de apresentação de relatório de revisão especial já leva aproximadamente 1 mês.

O Bocater, Camargo Advogados entende que a alteração proposta implicaria a elevação dos custos de captação do emissor estrangeiro, sem que isso gerasse uma melhor qualidade das demonstrações financeiras auditadas, uma vez que, em tese, o auditor registrado na CVM teria menor expertise em comparação ao auditor estrangeiro



na avaliação das demonstrações financeiras elaboradas com base num outro ordenamento.

Na opinião da BM&FBOVESPA, a regra atual, que estabelece a obrigação de apresentar relatório de revisão especial, é adequada e sua alteração traria custo excessivo aos emissores estrangeiros.

O IBGC entende que a exigência de um parecer de auditoria emitido por empresa de auditoria registrada na CVM, ao invés de uma revisão especial, não seria factível. O IBGC ressalta que, na prática, os trabalhos de auditoria continuariam a ser produzidos pela auditoria estrangeira e não pela empresa que, ao final, emitiria o parecer no Brasil. Além disso, ainda que a nova medida pudesse, em última análise, servir para aumentar a responsabilidade dos auditores locais, essa possibilidade não eliminaria os riscos de pareceres inadequados, tendo em vista que não seriam efetivamente auditados por quem estará emitindo os pareceres.

O Machado, Meyer Advogados entende que a medida proposta aumentaria de forma relevante os custos e o tempo necessário para a preparação dos documentos, o que poderia tornar o Brasil um destino menos atrativo para tais emissores e dificultaria o atendimento aos prazos de apresentação das informações periódicas pelos emissores estrangeiros. O participante acredita que a atual exigência já permite um nível de confiabilidade adequado.

O IBRACON argumenta que, em linha com exigências de outros países, a CVM deve permitir que firmas de auditoria sediadas no exterior possam se registrar no Brasil. Uma vez registradas, tais firmas sediadas no exterior poderiam emitir parecer sobre demonstrações financeiras de um emissor sediado no exterior que patrocinasse programas de BDR.



Isto porque, para tal participante, uma firma brasileira de auditoria está impossibilitada de executar trabalhos de auditoria em uma entidade sediada e com operações no exterior, tendo em conta as barreiras regulatórias profissionais existentes em cada jurisdição.

Para o IBRACON, a CVM não pode exigir que uma firma brasileira de auditoria assuma a responsabilidade por um trabalho de auditoria de uma entidade sediada no exterior, independentemente de qual prática contábil tenha sido aplicada na elaboração da demonstração financeira objeto de registro.

Nesse sentido, ABRASCA, IBRACON e IBGC sugerem que a CVM crie um registro especial para os auditores estrangeiros que pretendem emitir pareceres de auditoria para emissores estrangeiros, à semelhança do **Public Company Accounting Oversight Board – PCAOB**, dos Estados Unidos.

A Telefónica entende que a CVM deveria permitir a auditoria de emissores estrangeiros por “*empresa global de auditoria*”, ainda que a entidade do grupo responsável pela auditoria do emissor estrangeiro não tenha registro na CVM.

#### ***Participantes a favor da proposta***

ANBID, ANDIMA, APIMEC, Levy & Salomão Advogados, Marcelo Nascimento, Renato Chaves e RiskMetrics apresentaram manifestações favoráveis à exigência de parecer de auditor independente registrado na CVM para emissores estrangeiros.



A ANBID, apesar de concordar com a introdução de parecer de auditor independente registrado na CVM, em substituição ao relatório de revisão especial, para os emissores estrangeiros, ressalta que o texto da Instrução deveria ser mais específico com relação ao conceito de “*registrado no Brasil*” para evitar interpretações errôneas e discussões acerca dessa exigência. Isto porque, da forma como está estruturado, alguns questionamentos poderiam surgir, como, dentre outros: “[u]ma afiliada uruguaia de um auditor independente registrado no Brasil seria considerada como registrada no Brasil para efeitos da norma?”

A APIMEC considera conveniente a proposta porque ela confere mais confiabilidade às demonstrações financeiras dos emissores estrangeiros.

Renato Chaves qualifica a exigência como “*razoável*”, pois promove o tratamento equânime entre emissores nacionais e estrangeiros.

A RiskMetrics acredita que o parecer de auditor independente registrado na CVM aumentaria a confiabilidade das demonstrações financeiras fornecidas por emissores estrangeiros.

Por fim, Marcelo Nascimento sugere que, caso o auditor da empresa em seu país de origem seja o mesmo a revisar os números para o Brasil (registrado na CVM), se aceite apenas o relatório de revisão especial. Contudo, caso os auditores sejam diferentes, poder-se-ia exigir o parecer completo.

Tendo em vista as regras profissionais que impedem que auditores brasileiros auditem empresas estrangeiras sujeitas a padrões contábeis diferentes do nacional e o fato de a CVM ainda não ter um arcabouço regulamentar adequado a registrar auditores estrangeiros, a CVM revisitou o comando e tornou o parecer do auditor independente



registrado pela CVM opcional, nos termos do atual art. 27.

O IBRACON sugere que seja esclarecida a norma a ser aplicada na auditoria das demonstrações financeiras. O participante entende que as demonstrações financeiras de emissores estrangeiros devem ser auditadas de acordo com as normas internacionais de auditoria, visto que as normas de auditoria brasileiras convergirão para as normas internacionais de auditoria a partir 1º de janeiro de 2010 e, que as mesmas são normas de auditoria internacionalmente aceitas e conhecidas. O IBRACON propõe que o Anexo 3, em seu item B, 11, b, passe a vigorar com a seguinte redação:

*“b. parecer de auditor independente, emitido de acordo com as normas internacionais de auditoria;”* (os grifos constam do original)

O comentário é pertinente, mas foge ao escopo da Minuta. A sugestão foi encaminhada para a Superintendência de Normas Contábeis – SNC.

### **3.19.2. Art. 28, § 2º (atual art. 25, § 2º) - prazos para a entrega das demonstrações financeiras**

ANBID, APIMEC e BM&FBOVESPA sugerem que o prazo para apresentação das demonstrações financeiras pelos emissores estrangeiros seja reduzido para 3 meses, contados do encerramento do exercício social, uniformizando-se com o prazo de entrega previsto para os emissores nacionais.

A APIMEC acrescenta que a publicação das demonstrações financeiras dos emissores estrangeiros no Brasil deve ocorrer “*no mesmo tempo da publicação fora do país para dar equidade entre os investidores*”.



Já a Telefónica, na qualidade de emissor estrangeiro, alega que o prazo de 4 meses é demasiado apertado para a companhia, dado ser o mesmo prazo de entrega das demonstrações financeiras na Espanha e por não se tratarem de “*mera tradução das demonstrações financeiras tal como elaboradas para atender à regulamentação espanhola*”.

Para o Barbosa, Müssnich Advogados, a regra que estabelece que os emissores estrangeiros deverão entregar suas demonstrações financeiras no prazo de 4 meses do encerramento do exercício social não leva em conta o fato de que determinados emissores estrangeiros podem ser obrigados a divulgar suas demonstrações financeiras em prazo inferior a 4 meses.

O Barbosa, Müssnich Advogados argumenta que a nova regra poderia criar uma discrepância na divulgação das informações dos emissores estrangeiros e, consequentemente, um prejuízo para o mercado de capitais nacional, em decorrência da possibilidade de determinadas informações (anteriormente divulgadas para investidores de outros mercados) não estarem disponíveis para os investidores do mercado de capitais brasileiro. Além disso, a nova regra também não levaria em conta a eventual legislação estrangeira que permite que emissores estrangeiros divulguem suas demonstrações financeiras, em seus mercados de origem, em prazo posterior ao prazo previsto na Minuta. Nesse caso, a nova regra estaria impondo um ônus adicional aos emissores estrangeiros (não previsto em seu mercado de origem) e, por sua vez, desestimulando a atração de emissores estrangeiros para o mercado de capitais brasileiro.

Em razão disso, o Barbosa, Müssnich Advogados sugere que seja mantida a regra atual prevista na Instrução CVM nº 331, de 4 de abril de 2000, a qual estabelece a obrigatoriedade de apresentação das demonstrações financeiras por emissores



estrangeiros no mesmo dia de sua divulgação em qualquer outro país ou mercado, o que estaria em linha com o exigido pela Instrução CVM nº 248, de 29 de março de 1996.

Para manter o equilíbrio entre as informações disponibilizadas pelo emissor estrangeiro registrado no Brasil aos investidores estrangeiros e aos investidores brasileiros, o Levy & Salomão Advogados sugere que o § 2º do art. 28 passe a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 28. (...)

*§ 2º A data a que se refere o caput não deve ultrapassar, no caso de emissores nacionais, 3 (três) meses, ou, no caso de emissores estrangeiros, 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social ou quando estas sejam colocadas à disposição do público no exterior, o que ocorrer primeiro.”*

Para evitar eventuais incompatibilidades entre prazos de apresentação de informações aplicáveis ao emissor estrangeiro no Brasil e no exterior, o Souza, Cescon Advogados sugere que seja inserido o seguinte § 3º ao art. 28:

“Art. 28. (...)

*§ 3º Sem prejuízo do disposto no § 2º acima, no caso de emissores estrangeiros cuja obrigação de apresentação de informações financeiras no país de origem seja superior a 4 (quatro) meses, o emissor estrangeiro deverá entregar suas demonstrações financeiras no mesmo dia de sua divulgação no país de origem.”*

O regime atual, no qual o emissor estrangeiro não tem um prazo fixo para entrega de suas demonstrações financeiras, não oferece ao investidor qualquer



previsibilidade de quando as informações estarão disponíveis, além de tornar a fiscalização da CVM e do autorregulador bastante difíceis. Por isso, é indesejável. A CVM entende necessário estabelecer um prazo para tal entrega.

O prazo proposto pela Minuta para a entrega das demonstrações financeiras por emissores estrangeiros foi de 4 meses, ou seja, 1 mês a mais que o prazo estabelecido para emissores nacionais.

A CVM propôs o prazo de 4 meses baseada em dois fatos. Primeiro, a Comissão tem o objetivo de equiparar, na medida do possível, as obrigações dos emissores estrangeiros ao regime informacional a que está sujeito o emissor nacional. Adicionalmente, a CVM atentou para os padrões internacionais na tentativa de não criar regras incompatíveis com aquelas a que os emissores estão sujeitos em seus países de origem.

Assim, o prazo de 4 meses foi inspirado na alteração promovida pela SEC em relação à entrega do formulário 20-F, pelos emissores estrangeiros, que, a partir de 2012, deve ocorrer em 4 meses do encerramento do exercício social, conforme Seção A (b) (2) de referido formulário: “**(b) A foreign private issuer must file its annual report on this Form within the following period: (1) Within six months after the end of the fiscal year covered by the report for fiscal years ending before December 15, 2011; and (2) Within four months after the end of the fiscal year covered by the report for fiscal years ending on or after December 15, 2011.**”

Pelas razões acima, a CVM entende que: (i) o estabelecimento de um prazo para a entrega é necessário; e (ii) o prazo de 4 meses é próximo o suficiente do prazo a que estarão sujeitos os emissores nacionais e compatível com padrões internacionais e, por isso, conveniente.

Resta comentar sobre a possível divulgação das demonstrações financeiras no país de origem do emissor em período inferior aos 4 meses do encerramento do exercício. A CVM concorda com os participantes que a assimetria entre a informação divulgada no exterior e no Brasil é inconveniente e indesejável.

No entanto, tal preocupação já está contemplada pela Minuta, uma vez que o **caput** do art. 28 (atual art. 25) determina que o emissor entregue à CVM as



demonstrações financeiras na data em que forem colocadas à disposição do público. Assim, o emissor estrangeiro que divulgar suas demonstrações financeiras antes do prazo de 4 meses contados do encerramento do exercício já está obrigado a enviar à CVM, na mesma data da divulgação, suas demonstrações financeiras exatamente da mesma forma que o emissor nacional.

### **3.20. Art. 29 (atual art. 28) - Formulário de demonstrações financeiras padronizadas**

O IBRI sugere a unificação entre as demonstrações financeiras e o DFP, pois, em sua opinião, o DFP seria “*pouquíssimo utilizado pelo mercado*”, representando a unificação uma redução de trabalho e de custos. Caso tal sugestão não seja acolhida pela CVM, propõe que o DFP seja, a exemplo do formulário de referência, desenvolvido em ambiente similar e compatível com o **windows**, facilitando as sistemáticas computacionais e integrando os ambientes, o que resultaria em ganhos de produtividade.

A CVM discorda do IBRI em relação à utilidade do formulário DFP. A parametrização dos campos de referido formulário facilita intensamente o trabalho de supervisão da CVM e do autorregulador. Ademais, muitos investidores institucionais e analistas utilizam os dados parametrizados em suas pesquisas e controles internos.

Quanto à linguagem do DFP, conforme divulgado anteriormente, o programa desenvolvido para receber o formulário de referência foi planejado para, no futuro, receber os demais formulários entregues pelos emissores de valores mobiliários, inclusive o DFP.

O Levy & Salomão Advogados defende que o prazo de entrega do DFP, pelos emissores estrangeiros, deve ser padronizado com aquele previsto no § 2º do art. 28.

A sugestão é pertinente e está refletida na Instrução.



Marcelo Nascimento propõe alguma redução no prazo para entrega do formulário DFP. Do contrário, as DFP e as ITR do 1º trimestre teriam “*prazos máximos de entrega muito próximos*”.

A CVM entende que os prazos propostos estão adequados. Por essa razão, a redação original foi mantida.

Para a Telefónica, o prazo para entrega das DFP não é factível, uma vez que as informações por ela prestadas no Brasil não são mera tradução das demonstrações financeiras, mas sim um formulário específico com inúmeras informações, e em relação a muitos itens, mais detalhadas do que aquelas exigidas pela legislação espanhola. De acordo com o seu entendimento, seria necessário o prazo de, no mínimo, 2 semanas a contar da entrega das demonstrações financeiras, para a preparação e entrega das DFP, dada a quantidade de informações e o detalhamento requeridos.

A redação da minuta foi adaptada à decisão da CVM de compatibilizar o prazo de entrega do DFP ao prazo de entrega das demonstrações financeiras. A CVM entende ter atendido ao pleito do participante.

### **3.21. Art. 30 (atual art. 29) - Formulário de informações trimestrais – ITR**

ABECIP, ABRASCA, Banco do Brasil, Barbosa, Müssnich Advogados, Bocater, Camargo Advogados, IBRACON, IBRI, Machado, Meyer Advogados, Souza, Cescon Advogados, TELESP e Vivo apresentaram manifestações contrárias à alteração do prazo de entrega do ITR para 1 mês. Para eles, o prazo deveria continuar a ser de 45 dias.



ABECIP, ABRASCA, Barbosa, Müssnich Advogados, Bocater, Camargo Advogados, IBRACON e IBRI argumentam que as recentes alterações das normas contábeis brasileiras podem dificultar a entrega do ITR no prazo estipulado pela nova regra e aumentar os custos associados à sua elaboração. Tais participantes consideram que, atualmente, como os emissores de valores mobiliários estão em meio a um processo de adaptação às novas normas contábeis, não faria sentido, ao menos nesse ínterim, reduzir o prazo que tais emissores têm para preparar suas informações financeiras periódicas.

O Banco do Brasil entende que o prazo de 30 dias poderá comprometer a qualidade das informações divulgadas aos órgãos reguladores e ao mercado, devendo ser ponderado que o processo de consolidação das demonstrações contábeis requer estudos, análises e interpretações constantes.

O Barbosa, Müssnich Advogados chama atenção para o número de multas aplicadas pela CVM nos últimos anos em decorrência da não apresentação do ITR, evidenciando a dificuldade no cumprimento do atual prazo tanto pelas empresas brasileiras como pelas empresas estrangeiras.

O Souza, Cescon Advogados argumenta que o novo prazo estabelecido para a entrega do formulário ITR não trará aos participantes do mercado maiores benefícios em comparação aos gastos financeiros e temporais que possivelmente os emissores deverão incorrer. Isso seria verdade, principalmente, em relação aos emissores cujos controladores sejam estrangeiros e que acabem por ter uma logística mais complicada e demorada para análise e aprovação interna dos dados.

Também nessa linha, Machado, Meyer Advogados, TELESP e Vivo entendem que a redução de 15 dias poderá representar aumento de custos para as empresas



abertas. Para o Machado, Meyer Advogados, a proposta trará dificuldades, em especial, para os emissores estrangeiros, tendo em vista a necessidade de que as demonstrações financeiras dos mesmos sejam preparadas primeiramente em conformidade com a jurisdição de origem e depois adaptadas à regulação brasileira.

A Telefónica, em razão de incompatibilidades entre os prazos de entrega de informações previstos nas normas brasileira e espanhola, estima que não seria possível disponibilizar a informação trimestral no formato proposto, especialmente aquela relativa ao 2º trimestre, em prazo inferior a 9 semanas, contadas do encerramento do trimestre. A Telefónica menciona que, em outros mercados, a exemplo do que ocorreria nos Estados Unidos, costuma-se estabelecer unicamente a obrigação de arquivar a mesma informação fornecida no mercado de origem, traduzida para o idioma local.

De outro lado, APIMEC, BM&FBOVESPA, Natura, Renato Chaves e RiskMetrics julgaram pertinente a redução do prazo de entrega do ITR por considerarem 30 dias suficientes para a confecção dessas informações, sem prejudicar a sua qualidade.

ANDIMA, IBGC, Levy & Salomão Advogados e Machado, Meyer Advogados propõem soluções intermediárias.

ANDIMA e Levy & Salomão Advogados consideram “*lógico e natural*” a criação de prazos distintos para as companhias que sejam acionistas de companhias abertas. As sociedades controladoras companhias abertas têm o mesmo prazo que suas controladas registradas como companhia aberta para divulgação do ITR, o que dificulta a apresentação tempestiva desse formulário. O mesmo ocorreria com as companhias que utilizam o método da equivalência patrimonial na avaliação de seus investimentos, vez que dependem de informações financeiras de sociedades investidas para elaboração



de suas demonstrações. Assim, os participantes propõem que o prazo de 45 dias seja mantido para os “*emissores obrigados a consolidar as informações financeiras de sociedade controlada registrada em qualquer das categorias previstas no artigo 2º desta Instrução, ou que utilizem, nos termos do artigo 248 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o método da equivalência patrimonial na avaliação de seus investimentos.*”

De forma análoga, o Machado, Meyer Advogados sugere que a CVM dispense tratamento especial às companhias abertas que controlam ou possuam participações societárias minoritárias em outras companhias abertas.

O IBGC, embora esteja de acordo com a redução de prazo proposta na Minuta, sugere, alternativamente, que seja previsto um período de transição para adaptação aos novos prazos de entrega do formulário ITR, ante a obrigatoriedade da convergência das informações contábeis ao padrão internacional.

O IBRACON sugere que, caso a CVM entenda necessário reduzir o prazo para apresentação do formulário ITR, o processo deveria ser gradual e não antes de 2012, uma vez que, com a edição de novos pronunciamentos contábeis previstos para 2009, para entrarem em vigor a partir de 2010 e, principalmente, a necessidade das companhias abertas de prepararem demonstrações financeiras consolidadas de acordo com o IFRS, a partir do exercício a findar-se em dezembro de 2010, a redução de prazo resultaria em trabalhos adicionais a partir do primeiro trimestre de 2011. O IBRACON acredita que não seria prudente, “*nesse momento crítico*”, antecipar a data de entrega do formulário ITR.

Os avanços tecnológicos no processamento e transferência de informações ocorridos desde a edição da Instrução nº 202, de 6 de dezembro de 1993, permitem



diminuir o prazo de entrega dos ITR de 45 para 30 dias. Tal alteração é razoável e não deve representar, por si só, aumento de custos para os emissores de valores mobiliários. Por essa razão, a redação original foi mantida na Instrução.

No entanto, a migração para os padrões contábeis internacionais pode tornar a produção de informações contábeis mais morosa nos primeiros anos de vigência das novas regras, por isso a CVM exigirá o novo prazo somente a partir de 1º de janeiro de 2012.

As decisões acima estão refletidas nos atuais arts. 29 e 65 da Instrução.

### **3.22. Seção III – Comentários gerais**

BM&FBOVESPA e IBRI sugerem que os “*prazos de atualização da Seção III*” passem a ser contados com base em “*dias úteis*” de acordo com o padrão estabelecido nos prazos de atualização do formulário de referência, com o objetivo de facilitar os controles internos das companhias e evitar erros.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

ANDIMA e Levy & Salomão Advogados entendem que a obrigação de prestar informações em geral não deveria ser aplicável às companhias sem valores mobiliários em circulação. Segundo esses participantes, seria custoso e desnecessário que tais emissores enviassem informações na periodicidade exigida pela CVM enquanto não houvesse valores mobiliários de sua emissão em circulação.

A sujeição a um regime informacional mais amplo é pressuposto do registro de emissor de valores mobiliários. A CVM não deseja criar uma categoria que ostente o título de emissor, mas não esteja sujeita a este regime mais estrito. Isso porque, a existência de uma categoria assim poderia criar a falsa sensação nos investidores e outros agentes de mercado de que certas empresas estão sujeitas a um regime mais



estrito, quando na verdade não estão.

Uma importante inovação da Instrução é justamente impor a todos os emissores de valores mobiliários de uma mesma categoria, independente de sua liquidez ou da efetiva negociação de seus títulos, obrigações similares, de modo que fique muito claro para os investidores e outros agentes de mercado qual o regime jurídico aplicável a emissores.

### **3.23. Art. 31, I (atual art. 30, I), e art. 32, I (atual art. 31, I)**

A BM&FBOVESPA sugere que os prazos previstos no inciso I do art. 31 e no inciso I do art. 32 sejam padronizados de acordo com o previsto nos demais artigos da Minuta, conforme segue:

*“I – editais de convocação de assembleias-gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas, em até 15 (quinze) dias antes da data marcada para a realização da assembleia geral ou no mesmo dia de sua primeira publicação, o que ocorrer primeiro;”*

A Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, já estabelece os prazos para a convocação de assembleias e é desnecessário repeti-los na Instrução. Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.24. Art. 31, III (atual art. 30, III), e art. 32, III (atual art. 31, III)**

A AMEC, com o objetivo de “*dar maior transparência aos atos assembleares, possibilitando aos investidores tomar conhecimento dos acionistas presentes, bem como dos votos proferidos em assembleia*”, propõe que o inciso III dos arts. 31 e 32 seja alterado conforme segue:



*“III – sumário das decisões tomadas na assembleia-geral extraordinária, especial ou de debenturistas, com a lista de presença dos acionistas e o sentido de voto de cada acionista, no mesmo dia de sua realização;”*

A CVM entende que é excessivo exigir que, no mesmo dia da realização da assembleia, o emissor produza um documento com informações tão detalhadas como sugere o participante. Tais informações estarão disponíveis para os investidores em 7 dias úteis contados da realização da assembleia, o que a CVM entende ser razoável. Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.25. Art. 31, V (atual art. 30, V), e art. 32, V (atual art. 31, V)**

A BM&FBOVESPA sugere que sejam incluídas as atas das reuniões da diretoria, bem como o sumário das decisões tomadas pelas reuniões da administração, no inciso V dos arts. 31 e 32, conforme segue:

*“V – atas de reunião da administração, desde que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros, em até 10 (dez) dias contados de sua realização, e sumário das decisões tomadas em reuniões da administração no mesmo dia de sua realização, desde que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros;”*

A CVM entende que as exigências sugeridas são excessivas.

A RiskMetrics entende que a ressalva quanto às atas de reunião do conselho de administração que “*contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros*” é subjetiva e, por isso, dá margem a diferentes interpretações. A participante argumenta que “*deliberações que, à primeira vista, podem ser julgadas como não*



*interessantes a terceiros podem vir a se tornar interessantes dependendo das circunstâncias”.*

Em função disso, a RiskMetrics sugere que a publicação das atas de reunião do conselho de administração seja rotineiramente exigida, salvo quando assunto confidencial seja discutido. Segundo a participante, um formato ou modelo de página a ser seguido seria útil, pois isso traria maior uniformidade e, consequentemente, facilidade de compreensão e celeridade em alguns processos e pesquisas.

O art. 142, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, determina que atas de reuniões do conselho de administração que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros sejam publicadas. Este é um comando legal que, portanto, não pode ser alterado pela CVM.

### **3.26. Art. 31, VI (atual art. 30, VI) - divulgação das atas das reuniões do conselho fiscal**

#### **3.26.1. Manifestações contra a divulgação das atas do conselho fiscal**

ABRASCA, Banco do Brasil, BM&FBOVESPA, Souza, Cescon Advogados, TELESP e Vivo apresentaram comentários contrários à divulgação das atas de reunião do conselho fiscal.

ABRASCA, Souza, Cescon Advogados, TELESP e Vivo consideram desnecessária a divulgação de atas do conselho fiscal tal como exigido pela Minuta, uma vez que os pareceres do conselho fiscal e eventuais votos dissidentes já são publicados conjuntamente com as demonstrações financeiras anuais, nos termos do inciso IV do art. 133 da Lei nº 6.404, de 1976. Tais participantes argumentam que a



divulgação das atas do conselho fiscal poderia contribuir para possíveis vazamentos de informações estratégicas, dado que os membros do conselho fiscal são obrigados a opinar sobre propostas do conselho de administração relativas à modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão.

O Banco do Brasil argumenta que a eventual disponibilização das atas de reunião do conselho fiscal poderia provocar efeitos contrários aos interesses do emissor, na medida em que seriam externadas opiniões sem força executiva ou vinculativa, podendo, por tal razão, incutir incertezas no mercado acerca da atuação da companhia e de seus administradores.

De forma semelhante, a BM&FBOVESPA entende que a nova exigência não é apropriada, em virtude do risco de se divulgar, de forma precipitada, assuntos internos dos emissores, sem refletir o posicionamento dos administradores. Para a participante, as atas de reuniões do conselho fiscal não são um meio apropriado de comunicação do emissor com o mercado. Tais documentos frequentemente contêm dados e opiniões ainda não conclusivos, cuja divulgação pode gerar mais insegurança para os investidores que fornecer informação relevante para decisão de investimento. Além disso, as prerrogativas legais do conselho fiscal já lhe confeririam condições para dar conhecimento aos acionistas de quaisquer irregularidades que venham a ser constatadas.

### **3.26.2. Manifestações propondo a divulgação de certas atas do conselho fiscal**

ANBID, Bocater, Camargo Advogados, Machado, Meyer Advogados, Henrique Beloch, Marcelo Pereira, Rafael Ramos e Souza, Cescon Advogados apresentaram



propostas com o objetivo de que apenas determinadas atas de reunião do conselho fiscal sejam enviadas à CVM.

Henrique Beloch, Marcelo Pereira, Rafael Ramos e Souza, Cescon Advogados sugerem que, na hipótese de prevalecer a necessidade de envio das atas de reunião do conselho fiscal à CVM, o acesso às informações sigilosas constantes das referidas atas deveria ser restrito para evitar que informações estratégicas dos emissores sejam divulgadas para o público

A ANBID entende que as atas das reuniões do conselho fiscal devem ser entregues à CVM somente quando contiverem deliberações que devam ser divulgadas por força da Instrução CVM nº 358, de 2002, ou que se refiram às matérias inseridas em sua competência legal (art. 163 da Lei nº 6.404, de 1976).

Na avaliação da ANBID, as informações cuja divulgação não seja obrigatória devem permanecer confidenciais e ser divulgadas apenas em caso de determinação judicial. A participante conclui que a obrigatoriedade de divulgação de todas as atas do conselho fiscal acarretará o esvaziamento das matérias discutidas no órgão, o que representaria um retrocesso em matéria de governança corporativa e mecanismos de proteção aos acionistas.

O Bocater, Camargo Advogados propõe que a exigência prevista no art. 31, inciso VI, da Minuta seja aplicável às deliberações tomadas com base na competência legal do conselho fiscal, com a exceção daquela prevista no artigo 163, III, da Lei nº 6.404, de 1976. Alternativamente, sugere que a Instrução excepcione da regra geral de disponibilização da ata da reunião do conselho fiscal as hipóteses em que haja um legítimo interesse da companhia em não tornar público o teor da deliberação.



O Machado, Meyer Advogados entende ser conveniente a nova exigência exclusivamente no que tange às reuniões do conselho fiscal que tratem de matéria de sua competência privativa, conforme previsto no estatuto do emissor ou na lei, tendo em vista que pode haver reuniões que tratem de assuntos irrelevantes para os interesses dos investidores ou, ainda, que tratem de assuntos estratégicos cuja divulgação poderia ser prejudicial aos interesses dos emissores.

### **3.26.3. Manifestações a favor da divulgação das atas do conselho fiscal**

AMEC, APIMEC, IBGC, IBRACON, RiskMetrics, IBRI, Marcelo Nascimento e Renato Chaves apresentaram manifestações favoráveis à inclusão da ata de reunião do conselho fiscal entre as informações eventuais a serem prestadas para a CVM.

A APIMEC considera conveniente e importante a nova exigência, em razão da “*necessidade da transparência da opinião independente*” do conselho fiscal.

Renato Chaves sugere que empresas de capital aberto que utilizam o Comitê de Auditoria, sem promover a instalação do conselho fiscal, também sejam obrigadas a divulgar as atas do referido comitê, com o objetivo de incrementar o nível de transparência para os acionistas.

IBGC e Marcelo Nascimento sugerem que a nova exigência seja também aplicável ao emissor registrado na categoria dívida e investimento coletivo.

A CVM concorda com o argumento de que, muitas vezes, o conselho fiscal discute assuntos estratégicos que não devem ser revelados imediatamente ao mercado, bem como, por conta de suas funções fiscalizadoras, debate questões em âmbito especulativo. Assim, como muitos participantes apontaram, não é desejável que toda e



qualquer ata de reuniões do conselho fiscal seja divulgada, sob pena de revelarem informações estratégicas, suspeitas não aprofundadas de irregularidades ou ainda causarem um esvaziamento das matérias tratadas pelo conselho.

No entanto, a CVM entende que a divulgação da opinião independente do conselho fiscal sobre aquelas matérias que a lei ou o estatuto pedem que tal órgão se manifeste é importante. Assim, atendendo aos comentários pertinentes do mercado, bem como ao interesse legítimo de acesso à opinião independente do conselho fiscal, a CVM restringiu a divulgação somente àquelas atas de reuniões que deliberam sobre pareceres do conselho fiscal e, ainda assim, em 7 dias úteis da divulgação do ato ou fato objeto do parecer. Desta forma, o parecer do conselho fiscal sobre operações societárias, por exemplo, só seria público em 7 dias úteis contados da divulgação de tal operação.

A Instrução reflete o entendimento acima.

### **3.27. Art. 31, VII (atual art. 30, VII)**

A ANBID sugere que seja incluído, no inciso VII, além dos laudos de avaliação já previstos nesse artigo, o envio à CVM dos laudos previstos na Instrução CVM nº 361, de 2002, e Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999, uma vez que tratam de “*temas importantes*”, tais como estudos sobre preços praticados em ofertas públicas de aquisição de ações e de informações relevantes sobre operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhias abertas.

O comentário é parcialmente pertinente. A lista foi revisada e acrescentou-se a menção aos laudos do art. 4º-A e do art. 227 da Lei nº 6.404, de 1976. A CVM entende que desta forma atendeu à sugestão do participante, uma vez que os demais laudos da Instrução nº 361, de 2002, e da Instrução CVM nº 319, de 1999, já estavam contemplados no dispositivo.



O IBRI sugere que a redação do inciso VII seja alterada, de forma que somente laudos que contenham informações relevantes sejam divulgados.

A CVM entende que todos os laudos mencionados no inciso VII são do interesse do investidor e devem ser divulgados. Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.28. Art. 31, XIII (atual art. 30, XV)**

O IBRI sugere que a redação dada ao inciso XIII seja alterada, conforme transscrito a seguir:

*“XIII – atos homologatórios de órgãos reguladores, respeitando os parâmetros de relevância estipulados na ICVM nº358/02, no mesmo dia de sua publicação. Em não havendo relevância conforme a ICVM nº358/02, em até 5 (cinco) dias úteis contados de sua comunicação.”* (os grifos constam do original)

A TELESP alega que o cumprimento da obrigação prevista no inciso XIII, dentro do prazo proposto, fará com que muitas empresas tenham que implementar estruturas adicionais de controle das publicações dos diários oficiais. Em sua opinião, esse incremento de estruturas não se justifica se considerado o fato de que muitos desses atos homologatórios tratam de assuntos que não são relevantes, em termos de mercado de valores, e nem de especial interesse dos investidores. Por outro lado, quando tais atos homologatórios configurarem fatos relevantes, a sua divulgação deverá atender ao disposto na Instrução CVM nº 358, de 2002.



A TELESP considera, ainda, que o prazo estipulado para envio dos atos homologatórios à CVM é muito curto e, portanto, sugere que seja estabelecido prazo razoável para o seu cumprimento de, no mínimo, 5 dias.

Os comentários são pertinentes. A CVM reformulou o dispositivo, mencionando expressamente as homologações que devem ser divulgadas. A CVM acredita ter atendido às sugestões dos participantes.

### **3.29. Art. 31, XIV (atual art. 30, XVI) e art. 32, X (atual art. 31, X)**

O IBRI sugere que a redação dada ao inciso XIV do art. 31 e ao inciso X do art. 32 seja alterada, conforme transcreto a seguir:

*“(...) – relatórios de agências classificadoras de risco contratadas pelo emissor e suas atualizações, quando contratadas, no mesmo dia de sua divulgação; relatórios de agências classificadores de risco e suas atualizações, quando não contratadas e emitidas sem a anuência do emissor, no dia em que a empresa for comunicada pela agência:”* (os grifos constam do original)

A Vivo entende que a exigibilidade do envio de relatório das agências classificadoras de riscos e/ou suas atualizações à CVM, nos termos do inciso XIV do art. 31, só deve incidir nos casos em que os referidos relatórios tenham sido contratados pela própria companhia, uma vez que não há como fiscalizar a elaboração e divulgação desses relatórios.

Os comentários são pertinentes e estão refletidos na Instrução.

### **3.30. Art. 31, XVII (atual art. 30, XIX)**



TELESP e Vivo entendem que a previsão contida nesse dispositivo não é necessária, uma vez que o inciso VIII do mesmo art. 31 já obriga as companhias a enviarem à CVM todos os acordos de acionistas arquivados em sua sede.

As participantes alegam que, se o objetivo da previsão em tela é estabelecer o dever de a companhia transmitir informações sobre os acordos de acionistas não arquivados em sua sede, tal responsabilidade deveria ser atribuída tão somente quando os acionistas em questão expressamente a informassem sobre a existência desses acordos.

O art. 44 da Minuta estabelece que “[o] controlador deve fornecer tempestivamente ao emissor todas as informações necessárias ao cumprimento da legislação e da regulamentação do mercado de valores mobiliários.” Assim, os emissores serão capazes de cumprir com o comando do art. 31, inciso XVII.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.31. Art. 31, XXIV (atual art. 30, XXVI), e art. 32, XVII (atual art. 31, XVII)**

A BM&FBOVESPA sugere a exclusão da expressão “*desde que fundado em valor relevante*”, para que se tenha uma visão de todos os processos de falência em andamento.

A CVM entende que, a depender do ramo de atividade do emissor, ele pode estar sujeito a inúmeros pedidos de falência sem mérito e que essas informações podem causar confusão aos investidores. Por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.32. Art. 31 (atual art. 30)**



A BM&FBOVESPA sugere a inclusão de novos incisos XXVII e XXVIII, por se tratarem de “*informações de interesse geral*”, conforme transrito a seguir:

“XXVII – estatuto social consolidado e atualizado em até 10 dias contados da realização da assembleia que o aprovou;

XXVIII – material apresentado em reuniões com analistas e outros agentes do mercado.”

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

### **3.33. Art. 31, § 2º (atual art. 30, § 2º)**

A BM&FBOVESPA sugere que seja incluída, no § 2º, a expressão “*ou da administração*”, conforme abaixo:

“§ 2º O emissor que entregar a ata da assembleia-geral ou da reunião da administração no mesmo dia de sua realização fica dispensado de entregar o sumário das decisões tomadas na assembleia-geral ou da administração.”

Tendo em vista a decisão de não alterar a redação do inciso III, a redação original foi mantida.

### **3.34. Art. 32 (atual art. 31)**

A BM&FBOVESPA sugere que seja incluída, no final do **caput** do art. 32, a frase “*as seguintes informações*”, para fins de padronização com o que consta nos arts. 24 e 31 da Minuta.



O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

**3.35. Art. 32, II (atual art. 31, II)**

A BM&FBOVESPA sugere que a redação do inciso II do art. 32 seja alterada, de modo a padronizá-la com a redação do inciso II do art. 31, “*permitindo o voto, não apenas de debenturistas, mas também de outros titulares de dívidas*”.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

**3.36. Art. 34 (atual art. 33)**

O Levy & Salomão Advogados entende que não há motivo para restringir o disposto no art. 34 da Minuta à cédula de crédito bancário (“CCB”). De acordo com tal participante, a CCB é apenas uma das modalidades de contrato de investimento coletivo e os emissores das demais modalidades deveriam estar sob o mesmo regime. Com base nesse argumento, o participante sugere que o art. 34 passe a incluir os contratos de investimento coletivo de modo geral:

*“Art. 34. Os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e contratos de investimento coletivo, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada.”*

As sociedades anônimas, inclusive as fechadas, estão sujeitas a um regime jurídico mais apto à participação dos diversos **stakeholders**. Para esse tipo societário, são previstas regras de transparência, estruturas mínimas de governança, registros dos processos de tomada de decisões e meios de acesso a informações não divulgadas. Enfim, a sociedade anônima é uma estrutura concebida para empresas que têm relações



de longo prazo com interessados fora de sua estrutura.

A sociedade limitada, por sua vez, é a forma societária típica de empresas de menor porte. O legislador conferiu a tal forma societária maior liberdade de organização de suas estruturas internas, de seus processos decisórios e um grau muito menor de transparência. Se de um lado, tal liberdade é importante para livrar de formalidades e custos pequenos empreendimentos empresariais, por outro, é um arcabouço jurídico bem mais frágil para **stakeholders**.

Por isso, emissores de valores mobiliários são, via de regra, organizados sob a forma de sociedades anônimas. Cabe à CVM, excepcionalmente, permitir que outras formas societárias, inclusive as sociedades limitadas, recorram à poupança popular.

Contratos de investimento coletivo podem admitir muitas modalidades. Algumas dessas modalidades expõem o investidor a riscos de solvência e outras a riscos relacionados ao sucesso do empreendimento. As CCB são contratos de investimento coletivo que expõem o investidor exclusivamente ao risco de solvência.

A CVM considerou adequado, no atual estágio de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, permitir que sociedades limitadas apelassem à poupança popular exclusivamente por meio de instrumentos que expusessem investidores apenas ao risco de solvência. Por isso, a Minuta estabelece que sociedades limitadas emitam somente notas comerciais e CCB.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.37. Art. 35 (atual art. 34) - emissor com grande exposição ao mercado - EGEM**

#### **3.37.1. Inciso I - ações negociadas em bolsa há, pelo menos, 3 anos**

ABRASCA e Souza, Cescon Advogados sugerem que o prazo previsto no inciso I seja reduzido para 2 anos, desde que os demais requisitos presentes no art. 35 sejam



cumpridos. Em sentido oposto, o IBRI sugere que o prazo previsto no inciso I seja alterado para 5 anos.

Além disso, o Souza, Cescon Advogados pondera a possibilidade de a CVM incluir, dentre os emissores aptos a declarar o **status** de emissor com grande exposição ao mercado, os emissores cujos valores mobiliários integrem a carteira teórica de ações do Índice Bovespa (“Ibovespa”), mesmo que tais emissores não tenham suas ações negociadas em bolsa há mais de 2 anos. O participante acredita que a listagem das ações de um emissor em tal carteira, concomitantemente ao cumprimento dos demais requisitos do art. 35, é suficiente para qualificar esse emissor como EGEM, uma vez que a carteira teórica de ações do Ibovespa retrata o comportamento dos principais papéis negociados em bolsa.

A CVM entende que o período de 3 anos é razoável e adequado para que o mercado conheça o perfil e o desempenho do emissor. Esse prazo está em consonância com as práticas de mercado relacionadas a informações de períodos passados do emissor e ao prazo das informações solicitadas no formulário de referência.

A CVM considera inadequado utilizar o Ibovespa ou qualquer outro índice para conferir o **status** de EGEM, pelas seguintes razões: (i) o número de empresas abrangidas pelo referido índice é muito maior que o proposto pela Minuta; (ii) há mais de um índice no mercado, possivelmente outros surgirão no futuro, e cada um desses índices tem metodologia própria e visa capturar aspectos específicos que não necessariamente identificam quais emissores têm grande exposição ao mercado; e (iii) a CVM não aprova ou opina sobre a metodologia de tais índices.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

Por fim, a BM&FBOVESPA sugere que, no inciso I do art. 35, seja substituída a expressão “*negociadas*” por “*admitidas à negociação*”.



Para os fins desse inciso, a CVM considera mais adequado iniciar a contagem do prazo a partir da data da efetiva negociação das ações do emissor no mercado.

### **3.37.2. Inciso II - cumprimento tempestivo com obrigações periódicas**

ABRASCA, Energisa e Souza, Cescon Advogados consideram a redação do inciso II do art. 35 da Minuta muito abrangente, ao estabelecer o cumprimento tempestivo de qualquer obrigação periódica do emissor. Por outro lado, tais participantes também a consideram subjetiva, pois estabelece o atendimento “adequado” às solicitações da CVM. ABRASCA e Souza, Cescon Advogados alegam que, da forma como a redação foi proposta, o atraso de um dia para entrega tempestiva do sumário das decisões tomadas em assembleia geral ordinária seria suficiente para que um emissor não pudesse declarar o **status** de EGEM. Em razão disso, tais participantes entendem que o prazo de 3 anos deveria ser reduzido para 12 meses e que a redação do inciso II do art. 35 da Minuta deveria ser modificada visando trazer relevância, proporcionalidade e objetividade aos critérios escolhidos pela CVM.

O IBRACON sugere que o critério previsto no inciso II do art. 35 seja cumulativo. Somente seriam considerados EGEM aqueles emissores que tenham cumprido tempestivamente com suas obrigações periódicas nos últimos 3 anos e tenham atendido adequadamente e tempestivamente às solicitações da CVM.

O IBRI, por sua vez, sugere que o prazo previsto no inciso II seja alterado para 5 anos.

Os comentários foram considerados parcialmente procedentes, por isso, a CVM revisitou o comando.



Tendo em vista que os benefícios concedidos aos EGEM são, sobretudo, ligados à celeridade, é importante que os requisitos para configuração do **status** sejam tão objetivos quanto possível. Com esse objetivo, o prazo previsto foi diminuído para 12 meses e a parte final do comando relativa ao atendimento tempestivo e adequado de solicitações da CVM foi retirada.

A Instrução reflete o entendimento acima.

**3.37.3. Inciso III - ações em circulação igual ou superior a R\$ 5.000.000.000,00**

ABRASCA, ANBID, Energisa e Souza, Cescon Advogados consideram excessivo o valor de mercado das ações em circulação adotado como critério para que um emissor detenha o **status** de EGEM.

Muitos participantes mencionaram que a regulamentação norte-americana define os **well known seasoned issuers** (figura semelhante aos EGEM) como aqueles emissores: (i) cujo valor de mercado global das ações em circulação seja igual ou superior a US\$ 700 milhões; ou (ii) que tenham emitido, nos últimos três anos, US\$ 1 bilhão em títulos de dívida. Considerando os critérios norte-americanos, os **well known seasoned issuers** correspondem a aproximadamente 30% do número total de emissores de valores mobiliários nos Estados Unidos.

Em função disso, os participantes defendem que critérios semelhantes aos norte-americanos e proporcionais ao mercado brasileiro deveriam ser adotados no Brasil. De acordo com tais participantes, se mantido o critério da Minuta, o número de emissores beneficiados pelo procedimento de registro automático seria inferior a 10% do total de emissores.



O Barbosa, Müssnich Advogados acredita que uma alternativa ao critério previsto no inciso III do art. 35 seria incluir um determinado valor de emissões em dívida. Outra possibilidade destacada pelo participante seria a adoção de um percentual do **free float** total do mercado brasileiro – assim, em casos de oscilações do mercado, seja em épocas de crise ou de incremento do mercado, não haveria a necessidade de alterações do valor base.

A ANBID mostra que, de acordo com levantamento efetuado em 5 de fevereiro de 2009 por meio da Económica, caso sejam mantidos os critérios propostos pela Minuta, ter-se-ia apenas 19 empresas que se enquadrariam no **status** de EGEM. De acordo com a ANBID, muitas empresas têm elevado volume de ações em circulação, são continuamente avaliadas e acompanhadas por instituições financeiras, administradores de carteiras e analistas de valores mobiliários, mas possuem **free float** inferior a R\$ 5 bilhões, portanto, não podem se beneficiar do **status** de EGEM. A ANBID cita, como exemplo desses emissores, “*Vivo, Brasil Telecom, Perdigão, CCR, Sabesp, Net, Tractebel, Natura, Eletropaulo*”. A participante sugere que o valor constante do inciso III seja alterado para R\$ 1 bilhão. Com essa alteração, ela estima que o número de empresas aptas a se enquadrar no **status** de EGEM aumentaria para 56.

Finalmente, o IBRI sugere que seja criado um novo artigo que abranja a mesma condição especial para os emissores na categoria de valores mobiliários de dívida e investimento coletivo (atual categoria B).

Os critérios mais restritivos que os norte-americanos foram escolhidos intencionalmente. O objetivo da CVM é que a implementação do regime de EGEM no mercado nacional ocorra de maneira gradual, para que eventuais falhas possam ser sanadas de maneira célere e sem causar grandes distúrbios no mercado.



O crescimento natural do mercado fará com que mais empresas possam acessar o **status** de EGEM gradualmente. Ademais, caso a CVM entenda que o mecanismo está funcionando adequadamente, ela poderá rever o critério, incluindo até mesmo emissores da categoria B.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.38. Art. 40 (atual art. 39)**

A BM&FBOVESPA observa que o art. 40 “*parece fazer sentido exclusivamente para situações de auto-falência*”. Ela acredita que, se estendidos para a situação em que há decretação da falência por pedido de terceiros, os prazos e as obrigações seriam de difícil cumprimento.

Além disso, a participante sugere que sejam acrescentados os seguintes incisos:

“*VII – o envio da decretação da falência, no mesmo dia que o emissor tiver conhecimento;*

“*VIII – o envio da informação que houve o trânsito em julgado da decretação da falência, assim que ocorrer.”*

A CVM esclarece que os pedidos de falência, desde que fundados em valor relevante, e a sentença denegatória ou concessiva do pedido de falência devem ser enviados à CVM no mesmo dia de sua ciência pelo emissor, conforme art. 31 (atual art. 30) da Minuta, que trata das obrigações eventuais do emissor.

Além disso, uma vez iniciado o processo de falência, o emissor, sujeito às obrigações do art. 40 (atual art. 39) da Minuta, deve enviar à CVM a sentença de encerramento do processo de falência, no mesmo dia que dela tomar ciência.



A CVM acredita que os dispositivos acima estabelecem um nível adequado de informação sobre emissores em falência.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.39. Art. 44 (atual art. 43)**

O IBRI sugere que a redação do art. 44 seja alterada, conforme segue:

*“Art. 44. O controlador deve fornecer temporizadamente-prontamente ao emissor todas as informações necessárias ao cumprimento da legislação e da regulamentação do mercado de valores mobiliários e deve manter o Presidente do Conselho de Administração e ou o Diretor Presidente do emissor plenamente informados sobre assuntos de natureza estratégica e que possam vir a constituir fato relevante.”*

(os grifos constam do original)

A CVM entende que a redação original do art. 44 é suficiente para assegurar a finalidade pretendida pelo participante com sua sugestão. Fica claro o dever do controlador de fornecer as informações necessárias aos administradores obrigados ao cumprimento de normas legais e da CVM e, por essa razão, a redação original foi mantida.

### **3.40. Art. 45 (atual art. 44)**

O IBRI sugere que a redação do **caput** do art. 45 seja alterada e que seja acrescentado um novo § 2º ao artigo, conforme segue:

*“Art. 45. O emissor deve atribuir a um diretor estatutário integrante do alto escalão da Cia a função de relações com investidores.”*



“§ 2º Os administradores devem manter o DRI informado sobre todas as informações necessárias ao cumprimento da legislação e da regulamentação do mercado de valores mobiliários. Em especial o Presidente do Conselho de Administração e ou o Diretor Presidente do emissor tem a obrigação de manter o DRI plenamente informado sobre assuntos de natureza estratégica e que possam vir a constituir fato relevante, assim como orientar o DRI quanto à sua divulgação.”

(os grifos constam do original)

A CVM entende que o comando do art. 47 (atual art. 46) é suficiente para criar incentivos para que os demais administradores mantenham o DRI informado sobre as questões sensíveis relativas ao emissor.

### **3.41. Art. 47 (atual art. 46)**

A Telefónica entende que não estão claras quais normas seriam aplicáveis aos emissores estrangeiros, seus controladores e administradores. A participante alega que, atualmente, e conforme mencionado pela CVM no item 11.9 do Edital de Audiência Pública, não está claro que se possa exigir dos emissores estrangeiros, seus controladores e administradores o cumprimento da Lei das Sociedades por Ações, a qual dispõe sobre as regras aplicáveis às companhias brasileiras e o regime de responsabilidade dos administradores.

Sendo assim, argumenta a Telefónica, “*as normas aplicáveis ao emissor estrangeiro a esse respeito, conforme reconhecido pela CVM, são aquelas do país onde ele foi constituído, e esse regime, na opinião da Telefónica, deveria ser mantido, especialmente nos casos de emissores que, como a Telefónica, têm de fato atividades no seu país de origem e um regulador atuante a zelar pelos direitos de seus acionistas e*



*pelos atos de seus administradores, sendo incabível sujeitar emissores, controladores e administradores a inúmeros regimes jurídicos distintos, além as implicações práticas que adviriam da sua aplicabilidade (conflito de normas, enforcement, etc)".*

Conforme o disposto no item 11.9 do Edital de Audiência Pública, a CVM entende que, embora haja dúvida quanto à aplicabilidade da Lei nº 6.404, de 1976, aos emissores estrangeiros, o disposto na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, é aplicável a todos os emissores de valores mobiliários no Brasil, sejam eles sediados no País ou no exterior.

Assim, a Lei nº 6.385, de 1976, dá poderes à CVM de estabelecer normas sobre os participantes do mercado de valores mobiliários, inclusive os administradores dos emissores, estrangeiros ou nacionais.

A CVM entende, portanto, que o art. 47 (atual art. 46) se aplica a administradores de emissores estrangeiros.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.42. Art. 48, § 2º, II e III (atual art. 47, § 3º, II e III)**

O IBRI acredita que a redação dada aos incisos II e III do § 2º do art. 48 cria uma “*dificuldade desnecessária para a empresa buscar a presença de 100% dos debenturistas numa assembleia ou a aprovação de 100% dos debenturistas*”. Ele propõe que os referidos dispositivos tenham a sua redação alterada conforme segue:

*“II - declaração de ~~todos os~~2/3 dos titulares de valores mobiliários atestando que estão cientes e concordam que, em razão do cancelamento do registro, os valores mobiliários do emissor não poderão mais ser negociados nos mercados regulamentados; ou*



*III – deliberação unânime em assembléia de debenturistas em que comparecer a maioria absoluta totalidade dos debenturistas.”*

(os grifos constam do original)

Cabe esclarecer, inicialmente, que o disposto no art. 48 já é o regime adotado pelo art. 17 da Instrução nº 361, de 2002.

Tendo em vista que o emissor tem sempre a opção de resgatar todas as debêntures, impedindo que uma minoria de investidores bloqueie o cancelamento do registro, bem como combinar os incisos do atual art. 47 para cumprir com as exigências de cancelamento de registro, a CVM entende que o requisito de aprovação da totalidade dos titulares de valores mobiliários é razoável.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

### **3.43. Art. 53 (atual art. 52) e art. 55 (atual art. 54)**

A BM&FBOVESPA sugere que o parágrafo único do art. 53 e o parágrafo único do art. 55 tenham as suas redações alteradas, para incluir, ao final, o trecho “*informando a entidade administradora onde o emissor tiver valores mobiliários admitidos à cotação*”.

A CVM entende que os procedimentos de comunicação entre o seu corpo técnico, no caso a Superintendência de Relações com Empresas - SEP, e as entidades administradoras de mercados estarão mais bem acomodados nos documentos que tratam do protocolo, regras e procedimentos dos trabalhos conjuntos desenvolvidos pela entidade e a CVM, e não em Instruções. Isto porque, os primeiros são modificados com maior facilidade e podem, de maneira dinâmica, refletir decisões das equipes de trabalho, enquanto Instruções são documentos menos flexíveis cuja alteração depende de debate com os diversos participantes do mercado.

Por essa razão, o comentário não foi aceito.



**3.44. Art. 59 (atual art. 60)**

A AMEC entende que o desrespeito aos prazos em que a administração deve disponibilizar os documentos necessários à deliberação em assembleia geral deve ser considerado infração grave e, assim, passível de severa punição pela CVM. Por isso, sugere a inclusão de um novo inciso ao art. 59.

A CVM está tratando do acesso a documentos e informações necessárias ao exercício do direito de voto em regras específicas discutidas no âmbito da Audiência Pública nº 02/2009.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

A Telefónica entende que a Minuta “*deveria excepcionar os emissores estrangeiros que possuem prazos distintos para o cumprimento de tal obrigação em sua regulamentação local, como é o caso da Telefónica, dado que, de acordo com o estabelecido no artigo 95 da Lei de Sociedades Anônimas da Espanha, o prazo para realização da assembleia geral ordinária é de 6 meses a contar do encerramento do exercício*”.

Pelas mesmas razões apresentadas em relação ao comentário sobre o art. 47 (atual art. 46) da Minuta, a redação original foi mantida.

**3.45. Art. 61 (atual art. 62)**

O Levy & Salomão Advogados considera necessário definir a expressão “pessoas a ele vinculadas”.



O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

### **3.46. Art. 62 (atual art. 63)**

O IBRACON sugere que a redação dada ao art. 62 seja alterada, de modo que seja esclarecido “*se a exigência aplica-se para os arquivamentos e registros a serem efetuados a partir de janeiro de 2010, incluindo as demonstrações financeiras referentes ao exercício a findar em 31 de dezembro de 2009, ou para as demonstrações financeiras referentes ao exercício a findar em 31 de dezembro de 2010*”.

A CVM esclarece que as obrigações previstas na Instrução deverão ser cumpridas com a observância das regras contábeis em vigor no momento do seu cumprimento.

## **4. Comentários ao Anexo 3**

### **4.1. Item “A” 7 e Item “B” 10**

A BM&FBOVESPA sugere substituir o termo “*declaração da entidade*” por “*protocolo do pedido de admissão a negociação na entidade administradora do mercado organizado*”. A participante sugere que essa declaração seja incluída no art. 4º da Instrução.

Vide o comentário relativo ao art. 4º da Instrução.

### **4.2. Item “A” 8 “b” (atual art. 1º, VIII)**

A BM&FBOVESPA sugere incluir ao final da redação do item 8 “b” a expressão “*se houver*”, pois de acordo com o item 9, a empresa precisará de parecer de



auditoria para as demonstrações financeiras elaboradas de acordo com a Lei nº 6.404, de 1976, e as normas da CVM. A participante entende que, “*nesse caso, esse documento poderia sanar a inexistência do parecer dos auditores para as S.A. fechadas*”.

Os comandos foram reformulados e, assim, a CVM entende ter atendido ao pleito da participante.

O IBRACON sugere que o parecer de auditor independente seja aceito somente sem ressalvas para todos os exercícios e períodos apresentados, com a seguinte redação:

“*b. parecer de auditor independente registrado na CVM, sem ressalvas para os todos os exercícios sociais apresentados;*”

A CVM entende que a exigência é excessiva.

#### **4.3. Item “A” 8.1 (atual art. 1º, VIII)**

A BM&FBOVESPA sugere que seja incluída ao final do item 8.1 a frase “*bem como fica facultada a apresentação do relatório da administração*”, pois, de acordo com o item 9, as demonstrações financeiras elaboradas de acordo com a Lei nº 6.404, de 1976, e as normas da CVM devem ser acompanhadas do relatório da administração. Nesse caso, esse documento poderia sanar a inexistência do relatório da administração sobre as demonstrações contábeis aplicáveis ao tipo societário em que o emissor se organizava à época.

Os comandos foram reformulados e, assim, a CVM entende ter atendido ao pleito da participante.

#### **4.4. Item “A” 9 (atual art. 1º, IX)**



A BM&FBOVESPA sugere que se esclareça se, na hipótese mencionada no item 9, será necessária a comparação com exercício anterior.

Os comandos foram reformulados e, assim, a CVM entende ter atendido ao pleito da participante.

#### **4.5. Item “A” 10 (atual art. 1º, X)**

A BM&FBOVESPA sugere que a redação dada ao item 10 seja alterada, para que nele sejam incluídas as reuniões do conselho de administração e da diretoria, conforme transrito a seguir:

*“10. atas de todas as assembleias gerais de acionistas e de reuniões da administração, que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros, realizadas nos últimos 12 (doze) meses ou documentos equivalentes, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima;”*

A CVM considera excessiva a apresentação das reuniões da administração realizadas nos últimos 12 meses. Por essa razão, a redação original foi mantida.

#### **4.6. Item “A” 14 (atual art. 1º, XVII)**

A BM&FBOVESPA sugere que o item 14 passe a incluir a política de negociação de ações, se houver, além da política de divulgação de informações.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.



**4.7. Item “B” 5 (atual art. 2º, V)**

A BM&FBOVESPA sugere que sejam incluídas na redação dada ao item 5 as expressões “*consolidado e atualizado*”, para que fique claro que se trata do último estatuto vigente.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

**4.8. Item “B” 12, 16 e 16.1 (ver atual art. 27)**

A BM&FBOVESPA sugere que os itens 12, 16 e 16.1 passem a prever que os valores sejam apresentados em moeda corrente brasileira. Em relação ao item 12, a participante pede que se esclareça se será necessária a comparação com o exercício anterior.

Os comandos foram reformulados e, assim, a CVM entende ter atendido ao pleito da participante.

**4.9. Item “B” 12.2 e 16.2 (ver atual art. 27)**

A BM&FBOVESPA sugere substituir o trecho “*seus efeitos relevantes sobre os resultados e patrimônio líquido*” por “*a reconciliação do resultado e patrimônio líquido*”.

De modo semelhante, o IBRACON sugere que a redação dos itens 12.2 e 16.2 seja alterada, de forma a considerar a reconciliação quantitativa das diferenças entre os critérios contábeis apresentados relativamente ao patrimônio líquido e ao resultado do



exercício, acrescentando-se ao final de cada um dos comandos a expressão: “*evidenciando as principais diferenças entre os critérios contábeis apresentados*”.

A sugestão foi analisada pela área técnica – SNC, que entendeu que a substituição proposta pela BM&FBOVESPA era pertinente.

Por esta razão, a redação original foi alterada, conforme o disposto no atual art. 27 da Instrução.

#### **4.10. Item “B” 13 (atual art. 2º, XII)**

A BM&FBOVESPA sugere que sejam solicitadas apenas as atas dos eventos societários equivalentes a assembleias gerais de acionistas realizadas nos últimos 12 meses, “*pois assim ficaria igual ao prazo dos outros pedidos de registro*”.

O comentário é pertinente e está refletido na Instrução.

### **5. Comentários às regras para emissores estrangeiros – Art. 33 (atual art. 32) e Anexo 33 – I (atual Anexo 32 – I)**

#### **5.1. Art. 33 (atual art. 32)**

A ANDIMA sugere que, em função do disposto no inciso I do art. 7º da Minuta, seja incluída na Instrução uma manifestação expressa sobre a aplicação do Anexo 33-I aos emissores estrangeiros cujos valores mobiliários sejam lastro para programas de certificados de depósito de valores mobiliários – BDR Nível I, patrocinados ou não.

O inciso I do art. 33 (atual art. 32) remete todos os emissores de ações que lastreiam certificados de depósito de valores mobiliários – BDR ao Anexo 33-I (atual



anexo 32-I), sem fazer qualquer distinção entre o nível do programa de BDR registrado.

O Anexo 33-I tem dispositivos que se aplicam a todos os emissores (como, por exemplo, o art. 1º) e comandos destinados exclusivamente aos emissores que patrocinam programas Nível II e III (como, por exemplo, os arts. 2º e parte do 3º).

A CVM entende que a redação original é clara e adequada, por isso foi mantida.

A TELESP pondera que “*o emissor estrangeiro está sujeito precipuamente, no que se refere às normas do mercado de valores mobiliários, à legislação de seu país de origem, legislação essa cujas normas e prazos a serem observados poderão, em alguns casos, conflitar com as regras e prazos previstos na legislação brasileira, de tal forma que se tornaria impossível cumpri-la sem que, para isso, o emissor tivesse que descumprir a legislação de seu país*

A participante alega que tal situação se torna “*ainda mais complexa*” quando se trata de emissor cujos valores mobiliários são negociados em vários mercados, além do país de origem e o Brasil, e que seria impraticável para esse emissor trabalhar com as normas e os prazos específicos de cada um desses mercados e ainda assim cumprir a legislação do seu país de origem. Em razão disso, a TELESP considera “*justo*” que a regra do art. 33 seja flexibilizada, estabelecendo-se ressalva em caso de conflito incontornável, devidamente justificado, com a legislação do país de origem do emissor estrangeiro, em que esta última deverá prevalecer.

Da mesma forma, a Vivo entende que a regra contida no art. 33, mais precisamente em seu inciso I, precisa ser flexibilizada, na medida em que os emissores de ações que lastreiam certificados de valores mobiliários são emissores estrangeiros, sendo “*compelidos a cumprirem precipuamente a legislação de seu país de origem, o*



*que, muitas vezes, pode conflitar diretamente com os ditames legais e regulatórios adotados no Brasil".* A Vivo não esclarece em que medida ou em que pontos a regra precisa ser flexibilizada.

No processo de elaboração da Minuta, a CVM discutiu a possibilidade de estabelecer um regime mais brando de informações para emissores estrangeiros, nos moldes de outras jurisdições como o Japão e os Estados Unidos, e entendeu que um sistema assim não seria adequado para o mercado brasileiro no atual momento.

Ao igualar o regime informacional dos emissores estrangeiros ao dos emissores nacionais, a Minuta permite que os investidores comparem o desempenho de diferentes emissores, com base em informações equivalentes em termos quantitativos e qualitativos. Com isso, a CVM pretende consolidar um padrão informacional entre emissores da mesma categoria, independentemente do seu país de origem, fortalecendo a confiança do investidor nas empresas que atuam no mercado de valores mobiliários do Brasil.

Pelo estudo cuidadoso das manifestações dos participantes e das regras relativas a emissores estrangeiros em outros países, a CVM não vislumbra a possibilidade de haver incompatibilidade entre o regime estabelecido pela Instrução e regras a que estão sujeitos os emissores em seus países de origem. No entanto, eventuais situações de conflito, nas quais o cumprimento de uma norma da CVM represente o descumprimento de uma norma ou uma ilegalidade no exterior, poderão ser examinadas individualmente e de acordo com o caso concreto pela CVM.

Adicionalmente, deve ser notado que, com exceções pontuais (definição de emissor estrangeiro, prazo para entrega das demonstrações financeiras e auditoria das demonstrações financeiras), as normas aplicáveis a emissores estrangeiros permanecem muito similares àquelas atualmente em vigor.

## 5.2 Lastro do BDR



ANDIMA e Levy & Salomão Advogados sugerem que qualquer valor mobiliário possa lastrear BDR, nos termos da Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000, e de recente decisão do Colegiado da CVM, de 1º de abril de 2008, no âmbito do Processo RJ2007/8152<sup>1</sup>.

O Barclays sugere que seja permitida a utilização de cotas dos chamados **exchange traded funds** – ETF para lastrear BDR, desde que tais fundos adotem uma gestão passiva, tenham **benchmarks** bem definidos e calculados por uma entidade independente. De acordo com a proposta do Barclays, os referidos ETF deveriam ser valores mobiliários registrados e negociados em bolsa de valores de país membro da IOSCO.

Os BDR são instrumentos que permitem que investidores tenham acesso a empresas estrangeiras no mercado de valores mobiliários brasileiro. A CVM acredita que é saudável que haja um aumento gradual da possibilidade desse tipo de exposição. Por isso, tem promovido avanços em diversas áreas de sua regulação para permitir que mais instrumentos exponham o investidor local ao mercado estrangeiro.

Esses passos têm sido cuidadosamente estudados e gradualmente implementados. Nesse processo, a CVM adotou medidas que estão refletidas em suas

---

<sup>1</sup>Vale citar: “Para o Relator Diretor Sergio Weguelin, inexistem impedimentos legais à emissão de BDR lastreado em títulos de dívida atrelados à variação do mercado de ações brasileiro. Após expor seus argumentos, o Relator concluiu no seguinte sentido: (i) é possível a emissão de BDR tendo como lastro títulos de dívida ou outros ativos quaisquer, desde que se enquadrem na definição de valores mobiliários constante do art. 2º da Lei 6.385/76 e sejam emitidos por companhia aberta ou assemelhada com sede no exterior; e (ii) a emissão de BDR que tenha como lastro títulos de dívida independe de manifestação específica por parte do CMN.

Após debater o assunto, o Colegiado, por maioria, vencidos o Relator Diretor Sergio Weguelin e o Diretor Marcos Pinto, deliberou solicitar à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM que considere, no estudo sobre a norma de BDR já em curso, alterações nas normas para a perfeita admissão de BDRs lastreados em títulos de dívida.”



regras mais recentes, como por exemplo, permitir que investidores qualificados apliquem em fundos que invistam exclusivamente em ativos estrangeiros. BDR, por sua vez, podem ser adquiridos por qualquer investidor. Caso se permitisse que um fundo patrocinasse um programa de BDR, a CVM criaria dois caminhos assimétricos para que o investidor brasileiro tivesse acesso a fundos no exterior. E os agentes do mercado poderiam arbitrar sobre esses dois regimes. Essa arbitragem regulatória é indesejável.

Assim, os BDR foram os instrumentos escolhidos para cuidar da exposição dos investidores a ações de empresas estrangeiras e toda a sua regulamentação está adaptada a esse tipo de emissor. Da mesma forma, a CVM escolheu que o acesso dos investidores locais a cotas de fundos estrangeiros se daria por meio de fundos nacionais que invistam em ativos estrangeiros e as regras desses fundos refletem os cuidados que a CVM entende adequados para o atual estágio de amadurecimento deste mercado.

Os mecanismos de exposição dos investidores brasileiros a ativos estrangeiros têm sido revistos e aperfeiçoados para atender as necessidades do mercado nacional na medida de sua evolução. Aceitar as sugestões dos participantes seria mudar o rumo de um plano de longo prazo que vem sendo implementado e ajustado com sucesso, o que não é desejável.

No que se refere à decisão tomada pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo RJ2007/8152, é importante ressaltar que o voto do Diretor Relator na ocasião, favorável à emissão de BDR lastreado em títulos de dívida, **não** foi acompanhado pela maioria do Colegiado. Por essa razão, a decisão não constitui precedente capaz de embasar entendimento sobre a matéria. Ao contrário, a decisão tomada à época foi no sentido de apenas encaminhar o assunto à SDM, para que o mesmo fosse avaliado, não tendo sido julgada procedente a possibilidade de se lastrear BDR em títulos de dívida.

Por estas razões, o texto original foi mantido.

### **5.3 Critérios utilizados para verificar a condição de emissor estrangeiro**

A APIMEC é a favor dos critérios de enquadramento do emissor estrangeiro previstos na Minuta. A APIMEC observa que o texto da Minuta desestimula



““engenharias societárias” que objetivam fugir da regulamentação e da autorregulação e capturar isenções fiscais”.

### 5.3.1. Sede

Para a ABRASCA, o local da sede social deve ser mantido como único critério, de tal forma que seja considerado estrangeiro o emissor cuja sede esteja situada fora do Brasil. A participante acredita que o critério segundo o qual não é estrangeiro o emissor que tenha 50% ou mais da receita bruta consolidada originária do Brasil não determina se o emissor é ou não estrangeiro e penaliza as companhias estrangeiras que tenham bons resultados operacionais no Brasil.

No mesmo sentido, o Davis Polk entende que o critério da sede deve ser mantido e sugere que o regime jurídico aplicável a um emissor estrangeiro se diferencie do emissor local em relação à divulgação de informações. Para tal participante, se existirem diferenças nas estruturas administrativas e societárias de um emissor estrangeiro em relação a um emissor local, essas diferenças devem ser detalhadas no formulário de referência.

A regra atual adota a sede como único critério para determinar se um emissor é estrangeiro ou não, como sugerem os participantes. Conforme discutido no Edital de Audiência Pública, essa regra permitiu que muitas empresas cujas atividades são predominantemente desenvolvidas no Brasil constituíssem **holdings** estrangeiras e captassem recursos no mercado de valores mobiliários brasileiro como emissores estrangeiros.

Pelos motivos expostos no Edital, a CVM entende que uma regulamentação que permita que emissores nacionais se organizem como empresas estrangeiras é indesejável, por isso, não está disposta a manter o critério atual.



### 5.3.2. Receita

A AMEC propõe delimitar melhor as hipóteses em que se admite a emissão de BDR, especialmente quando a maior parte da atividade economicamente relevante do emissor seja realizada no Brasil, evitando assim que empresas que aqui desenvolvem as suas atividades busquem abrigo sob legislações menos maduras no que diz respeito a boas práticas de governança corporativa e proteção dos direitos dos investidores.

Para tanto, sugere que seja acrescentado ao inciso II do parágrafo único do art. 1º do Anexo 33-I, depois da expressão “*receita bruta consolidada*”, o seguinte trecho: “*ou de seu lucro operacional consolidado, o que for maior, conforme balanço do exercício fiscal imediatamente anterior ao pedido de enquadramento como emissor estrangeiro.*”

Tendo em vista a decisão de alterar o critério de averiguação da condição de emissor estrangeiro, o comentário perdeu o objeto.

### 5.3.3. Ativos

A ANBID sugere que o critério relativo à receita bruta consolidada da companhia seja substituído pelo total de ativos da companhia (i.e. se a companhia tiver mais do que 50% de seus ativos no Brasil), porque os ativos são menos voláteis. A sua proposta é que se mantenha também o critério do local da sede.

O Machado, Meyer Advogados concorda com o critério da localização da sede para determinação da nacionalidade do emissor, no entanto, entende que o critério que considera como brasileiro determinado emissor com base em percentual de sua receita auferida no Brasil pode provocar distorções, tendo em vista que possíveis variações do fluxo da receita do emissor nos diferentes países onde atua podem resultar na alteração



do estado de “estrangeiro” ou “nacional”. Nesse caso, assim como sugerido pela ANBID, uma alternativa ao uso da receita como critério seria o uso de percentual relevante dos ativos operacionais da empresa.

A sugestão é pertinente e está refletida na Instrução.

#### **5.3.4. Residência dos investidores e administradores**

Para a Wilson Sons, o critério previsto no inciso II do parágrafo único do art. 1º do Anexo 33 - I não comprova se uma empresa é estrangeira ou brasileira, mas somente que ela possui operações significativas no Brasil. A Wilson Sons propõe que o critério seja substituído por dois outros critérios que, considerados cumulativamente, efetivamente comprovariam que o emissor não é estrangeiro: (i) tenha mais de 50% de seu capital votante detido direta ou indiretamente por residentes no Brasil; e (ii) tenha seus negócios administrados principalmente no Brasil.

O Levy & Salomão Advogados sugere redação baseada na definição de “**Foreign private issuer**” do “**Regulation C**” da **Securities and Exchange Commission – SEC**:

“Art. 1º (...)

*Parágrafo único. Não é considerado estrangeiro, o emissor:*

*I – que tenha sede no Brasil;*



*II – cujas ações com direito a voto sejam detidas em número superior a 50% (cinqüenta por cento), diretamente ou por meio de acordo de acionistas, por pessoa(s) residente(s) no Brasil;*

*III – cuja maioria dos seus administradores, diretores ou membros do conselho de administração sejam pessoas residentes no Brasil; ou*

*IV – cujos ativos de sua titularidade localizados no Brasil representem 50% (cinqüenta por cento) ou mais de seu patrimônio.”*

A CVM analisou os critérios residência dos investidores e residência dos administradores no processo de elaboração da Minuta.

A residência dos investidores foi descartada porque a participação dos investidores estrangeiros no mercado acionário brasileiro já é bastante representativa e continua a crescer. Os estrangeiros já são os maiores participantes de ofertas iniciais (os conhecidos **IPO**). É bastante possível que, num futuro próximo, parcela substancial dos emissores brasileiros tenha a maior parte das ações em circulação nas mãos de estrangeiros, em especial as empresas de menor porte. Seria indesejável que uma empresa com atividades preponderantemente no Brasil pudesse mudar sua sede e passar a ser patrocinadora de programas de BDR, porque seus investidores são estrangeiros.

A CVM também descartou a residência dos administradores porque esta é uma variável que o emissor consegue controlar. O emissor pode tomar a decisão estratégica de manter sua administração fora do Brasil para perpetuar seu **status** de emissor estrangeiro. Outra estratégia possível seria aumentar o número de administradores para manter sempre uma maioria de residentes no exterior. Estas decisões podem não ser boas nem para o emissor, nem para os seus investidores. Emissores devem contratar aqueles administradores mais aptos a gerirem os seus negócios. Portanto, o critério de centro de decisão do emissor, isoladamente, não é desejável.

Pelas razões acima, os critérios sugeridos foram descartados.



### 5.3.5. Critérios cumulados

A BM&FBOVESPA sugere que seja considerado, para fins de qualificação de um emissor como nacional, os seguintes requisitos: (i) maioria dos membros do conselho de administração ou dos membros da diretoria constituída por brasileiros ou por residentes no Brasil; ou (ii) apresentar receitas provenientes do Brasil que representem 50% ou mais de sua receita bruta consolidada. De acordo com tal participante, o requisito “origem das receitas”, isoladamente, poderia gerar distorções para empresas legitimamente estrangeiras, que tenham como principal mercado ou polo de negócios o Brasil. Além disso, a BM&FBOVESPA acredita que a composição da administração pode se mostrar um elemento mais perene e estratégico na caracterização do emissor estrangeiro.

Para a BM&FBOVESPA, a identificação do emissor estrangeiro considerando a sede da companhia e a origem de suas receitas é boa, mas poderia, dependendo da estratégia de expansão e da demanda por produtos dessa empresa, variar ao longo do tempo. Assim, a sua sugestão é de que seja incluído, também, requisito relacionado à administração e à localização do centro de decisão da companhia.

Na mesma linha, o IBGC sugere que, além da sede e da receita, sejam contemplados outros critérios como: centro administrativo, centro de negócios, ativos e residência dos administradores, com prazo anual para revisão.

O IBRACON sugere que seja introduzido, em adição ao percentual da receita bruta consolidada, um percentual sobre os ativos desses emissores e um critério relacionado à nacionalidade/residência da maioria dos administradores do emissor. Além disso, sugere que a CVM modifique o termo “*receitas provenientes do Brasil*”,



para “*receitas geradas no Brasil*”, para evitar dúvidas com relação a transações com partes relacionadas e receitas de exportação.

O IBRI sugere a adoção de nova redação para o parágrafo único do art. 1º do Anexo 33 – I, conforme segue:

*“Art. 1º Somente ações emitidas por emissor estrangeiro podem ser lastro de certificados de depósito de valores mobiliários – BDR.*

*§ 1º Não é considerado estrangeiro, o emissor que, cumulativamente:*

*I – tenha sua sede no Brasil;*

*II – cujos ativos presentes no Brasil representem 50% ou mais do total de ativos da Companhia;*

*III – cujo efetivo centro deliberativo, órgãos de administração e mais de 50% das residências dos administradores, estejam no Brasil.”*

Pelas razões expostas acima, a redação da Minuta foi alterada apenas para refletir a substituição da exigência referente ao montante da receita para o montante dos ativos localizados no Brasil detidos pelo emissor estrangeiro.

O Souza, Cescon Advogados sugere que a CVM tenha a prerrogativa de desqualificar um emissor como emissor estrangeiro, mediante uma análise circunstanciada, com base nos seguintes critérios: (a) ser o emissor constituído há menos de cinco anos, exceto se tal emissor houver sido registrado antes da edição da nova regulamentação; (b) ter o emissor em seu estatuto social ou documento equivalente



cláusulas que seriam consideradas nulas ou ilegais nos termos da Lei nº 6.404, de 1976, sobretudo quanto à responsabilização de seus administradores ou de seu controlador; (c) ter sua sede em país que goze de regime jurídico extremamente flexível, se comparado ao da Lei das Sociedades por Ações, no tocante à responsabilidade de seus administradores ou de seu controlador ou com relação à proteção de direitos dos acionistas não controladores; (d) ter mais de 50% de seu capital votante detido direta ou indiretamente por residentes no Brasil; (e) ser a maioria dos membros de seu conselho de administração e diretoria residentes no Brasil e, por consequência, ter seus negócios administrados principalmente a partir do Brasil; (f) ter mais de 50% de seus ativos localizados no Brasil; e/ou (g) ter mais de 50% de sua receita bruta proveniente do Brasil.

A CVM entende que a discricionariedade do regulador para determinar quais emissores serão considerados estrangeiros pode gerar insegurança jurídica e isto é indesejável.

#### **5.4. Momento da verificação da qualidade de emissor estrangeiro**

##### **5.4.1. Registro de emissor**

A ABRASCA entende que a verificação da qualidade de emissor estrangeiro deve ocorrer somente por ocasião do registro do emissor estrangeiro e do registro do programa de BDR junto à CVM.

Para a Wilson Sons, a avaliação da CVM deve ser feita apenas no momento do pedido de registro de emissor estrangeiro, pois entende que o emissor estrangeiro que se desenquadra não poderia ser tratado como inadimplente ou ser penalizado, ressalvados os casos em que venha a ser demonstrado, em processo administrativo sancionador, ter



ocorrido desenquadramento por ação dolosa do emissor estrangeiro, com dano ao mercado de capitais brasileiro e nexo de causalidade entre o desenquadramento doloso e o dano ao mercado.

#### **5.4.2. Registro da emissão**

A ANBID sugere que o limite por ela proposto (i.e. 50% dos ativos no Brasil, conforme descrito acima) seja observado no momento da primeira emissão de BDR, bem como nas ofertas públicas seguintes.

#### **5.4.3. Registro da emissão e revisões periódicas**

O IBRI sugere a verificação da condição de emissor estrangeiro no momento do registro de emissor, de registro do programa de BDR, de registro da emissão de BDR e também verificações periódicas, a cada dois anos.

A APIMEC sugere que a revisão do enquadramento seja feita anualmente.

A CVM entende que fazer a verificação somente no momento do registro da emissão pode dar margem a manobras societárias realizadas com o objetivo de perpetuar a existência de empresas nacionais registradas como emissores estrangeiros. De outro lado, entende que é excessivo fazer a verificação do enquadramento de emissor estrangeiro periodicamente.

Assim, a redação original que verifica a condição de emissor estrangeiro no momento do pedido de registro de emissor, do pedido de registro da emissão e do pedido de registro do programa de BDR foi mantida.

Entretanto, por compreender que, em determinadas situações, a simples proibição de realizar novas ofertas por emissores estrangeiros que estejam



desenquadradados é prejudicial ao investidor e o próprio desenquadramento pode ter se dado por razões absolutamente legítimas, a CVM decidiu acrescentar um parágrafo ao art. 1º do atual Anexo 32-I para permitir que os emissores estrangeiros desenquadradados possam realizar novas ofertas públicas, desde previamente autorizados pela CVM mediante pedido fundamentado.

### **5.5. Aplicação das novas regras aos emissores estrangeiros já registrados na CVM**

A ABRASCA considera relevante preservar o direito adquirido em relação à não sujeição à nova definição de estrangeiro nem às novas regras de enquadramento e desenquadramento para aquelas companhias que obtiveram o registro de emissor estrangeiro antes da edição da Instrução. Tais companhias deveriam estar sujeitas exclusivamente às regras relativas à divulgação de informações que vierem a ser adotadas.

Na mesma linha, o Machado, Meyer Advogados sugere que as disposições da nova norma, em prol da segurança jurídica, não sejam aplicáveis aos emissores estrangeiros atualmente registrados na CVM e com BDR listados no Brasil. Desta forma, entende que a norma deverá ser aplicável somente a novos emissores estrangeiros que venham a se registrar no Brasil ou caso os emissores estrangeiros atualmente listados conduzam novas ofertas públicas no Brasil.

O Davis Polk alerta para o fato de que uma mudança no ambiente regulatório pode acarretar não só prejuízos para a companhia e seus investidores, que verão o preço de seus valores mobiliários reduzidos, mas também para o Brasil “*como um país em que os negócios são pautados num ambiente estável de segurança jurídica*”. Para o Davis Polk, a alteração proposta pela Minuta traz sérias consequências para os emissores de



BDR e, ao mesmo tempo, os benefícios atingidos seriam restritos e não justificariam a mudança proposta.

O escritório explica que, em sua opinião, as diferenças substanciais entre as regras dos emissores nacionais e estrangeiros no direito americano são de transparência. Como o regime de transparência a que o emissor estrangeiro está sujeito no Brasil é o mesmo que o emissor nacional, o participante sugere algumas alterações no formulário de referência para que dele conste uma descrição das diferenças entre as regras de governança corporativa dos emissores estrangeiros e dos emissores nacionais.

A Wilson Sons sugere que somente se verifique o enquadramento na ocasião do pedido de registro de emissor estrangeiro à CVM. No entanto, caso a sugestão não seja aceita, a participante considera imprescindível, para assegurar o direito adquirido e a segurança jurídica dos emissores de BDR registrados antes de editada a Instrução, que haja uma previsão expressa de que a nova regra não se aplica a emissores registrados antes de sua vigência.

Embora discorde da maior parte dos argumentos apresentados, a CVM entende que uma alteração radical no regime dos emissores estrangeiros já registrados poderia prejudicar significativamente seus investidores de forma permanente, o que seria indesejável.

Por essa razão, a CVM decidiu acrescentar um comando esclarecendo que os emissores registrados antes da vigência da nova instrução não precisarão comprovar a situação de emissor estrangeiro no momento do pedido do registro de distribuição pública ou programa de BDR.

## 5.6. Regras de reenquadramento

### 5.6.1. Reenquadramento somente em caso de dano ao mercado



Para a ABRASCA, o mecanismo de “*nacionalização de estrangeiro*” gera relevantes inconvenientes e, em regra, a sua efetivação é quase impossível, sobretudo se o estrangeiro tiver valores mobiliários admitidos à negociação em outra jurisdição. A Wilson Sons expressa opinião no mesmo sentido, argumentando que a nacionalização do emissor, como alternativa ao reenquadramento, seria algo extremamente custoso e inconveniente e poderia gerar graves prejuízos aos titulares dos BDR.

A ABRASCA entende que devem ser penalizados somente aqueles emissores que efetivamente causarem danos ao mercado. Assim, na hipótese de haver qualquer dano ao mercado de capitais brasileiro causado por emissor estrangeiro, sugere-se que lhe seja dada a oportunidade de repará-lo. Caso não haja a reparação do dano e a depender da sua gravidade, o referido emissor deverá ser submetido aos trâmites de um processo administrativo sancionador, que poderá apurar eventual desenquadramento. A sugestão é que o emissor desenquadrado tenha o direito de ajustar-se novamente à qualidade de estrangeiro ou adaptar-se plenamente à legislação societária e de mercado de capitais brasileira em um prazo não inferior a 1 ano. Durante o referido período, o emissor deve ser considerado regular para todos os efeitos e não deve ser impedido de realizar novas captações. A situação de desenquadramento, contudo, deverá ser informada no formulário de referência.

A averiguação do “dano ao mercado”, no caso de desenquadramento de um emissor, é muito subjetiva e de difícil mensuração. Isto porque o dano pode ser meramente reputacional. O investidor pode ter a percepção de que o ambiente regulatório brasileiro é menos maduro porque permite que empresas brasileiras se registrem como emissores estrangeiros. Embora não haja um dano concreto e imediato, há um prejuízo para a reputação de todo o mercado de valores mobiliários.

#### **5.6.2. Concessão de prazo para reenquadramento**



A ANBID sugere que seja concedido ao emissor um prazo de 2 anos, caso ele venha a ter mais do que 50% de seus ativos no Brasil (conforme o critério por ela proposto). Durante esse período, o emissor somente poderá realizar novas emissões de BDR se os recursos provenientes da emissão forem utilizados exclusivamente para buscar o reenquadramento do emissor ao limite infringido.

A participante propõe que, caso o emissor não se reenquadre no período de 2 anos, ele deverá obrigatoriamente: (i) se transformar em uma companhia brasileira, regida pela Lei nº 6.404, de 1976, e pela regulamentação da CVM; ou (b) realizar uma oferta pública para retirar de circulação todos os BDR por ela emitidos no Brasil. A ANBID acredita que, dessa forma, seria imposta ao emissor a obrigação de observar a regra de enquadramento, sem, contudo, prejudicar os investidores.

A APIMEC sugere que seja concedido um prazo para reenquadramento aos emissores desenquadrados. Na hipótese de nenhuma das alternativas serem atendidas, o emissor deveria ficar impedido de realizar novas emissões de valores mobiliários, ou, alternativamente, “*poderia fazer uma OPA aos investidores*”.

A BM&FBOVESPA sugere que o desenquadramento seja divulgado pelo próprio emissor no momento em que ele ocorra. A participante considera adequado estabelecer um período de 2 anos, dentro do qual o emissor estaria impedido de emitir novos valores mobiliários. No caso extremo de não alcançar o reenquadramento, sugere-se que o emissor realize oferta pública para cancelamento do registro de emissor e encerramento do programa de BDR.

O Machado, Meyer Advogados entende que a CVM deve regular rigidamente o processo de reenquadramento, a fim de garantir a defesa dos direitos dos detentores dos



valores mobiliários emitidos por tais emissores estrangeiros no Brasil. Na sua opinião, poderia ser exigida do emissor a inclusão de um fator de risco específico sobre seu desenquadramento, bem como que seja concedido a ele prazo razoável para seu reenquadramento.

Renato Chaves sugere que o emissor possa fazer uma única emissão com a assinatura de um termo de compromisso visando ao reenquadramento, em prazo não superior a um ano.

O IBRI sugere que a CVM crie regras práticas para o período máximo de desenquadramento e para o reenquadramento, estabelecendo prazos e condições.

O Souza, Cescon Advogados, no entanto, é contra a fixação de um prazo. De acordo com o escritório, a fixação de um prazo para reenquadramento implicaria a aplicação de sanções, como o cancelamento de registro com a realização de oferta pública para aquisição dos BDR para fechamento de capital. Em última instância, as sanções aplicadas aos emissores desenquadrados seriam prejudiciais aos investidores, o que não seria bom para o mercado. O participante é a favor de impedir que o emissor faça novas captações durante o período de desenquadramento.

A CVM entende que as restrições impostas pela Instrução para que o emissor realize novas emissões públicas são incentivo suficiente para estimulá-lo a buscar se enquadrar e, por isso, considera a sugestão de estabelecer um prazo para reenquadramento desnecessária.

### **5.6.3. Regras de governança semelhantes àquelas estabelecidas pela Lei nº 6.404, de 1976**



O Davis Polk propõe que seja exigida dos emissores estrangeiros que desenvolvem suas atividades preponderantemente no Brasil a adoção de práticas de governança corporativa mais estritas. Essas regras deveriam impor a esses emissores estrangeiros a obrigação de adotar medidas que assegurem práticas de governança equivalentes àquelas já estabelecidas pela Lei nº 6.404, de 1976. Dessa forma, os emissores estrangeiros que desenvolvam suas atividades no Brasil estariam sujeitos a práticas de governança corporativa equivalentes àquelas que estão sujeitas as companhias abertas brasileiras.

Não é tradição da CVM estabelecer estruturas desejáveis para a organização interna dos emissores de valores mobiliários. Até o presente momento, a CVM optou por exigir transparência a respeito de tais estruturas para que o investidor consiga julgar a solidez e adequação da organização interna do emissor em relação ao seu porte e atividade.

Exigir certas estruturas de governança de emissores desenquadrados não seria a melhor solução para o problema porque não há jurisprudência consolidada no Brasil a respeito da aplicação dos dispositivos da Lei nº 6.404, de 1976, em especial aqueles que tratam de deveres fiduciários dos administradores, aos emissores estrangeiros.

Impor estruturas semelhantes à da Lei nº 6.404, de 1976, sem a confiança de que os mesmos critérios de análise seriam aplicados pelo judiciário é um risco desnecessário.

Pelas razões acima, a CVM não exigirá estruturas de governança distintas para emissores desenquadrados.

## **5.7. Outras sugestões relativas ao Anexo 33 – I (atual Anexo 32 – I)**

A ANBID sugere que a obrigação do emissor estrangeiro de constituir um procurador no Brasil, nos termos do art. 3º do Anexo 33 - I, seja estendida a cada um de seus administradores e também às suas controladoras, conforme indicado no formulário



de referência. Segundo a ANBID, esta proposta visa facilitar o acesso da CVM aos administradores e aos controladores do emissor de BDR.

A sugestão é parcialmente pertinente e está refletida na Instrução no que tange aos administradores (i.e. diretores e membros do conselho de administração) do emissor estrangeiro, a exemplo do que ocorre com conselheiros de administração de companhias brasileiras que sejam residentes ou domiciliados no exterior, conforme o disposto no § 2º do art. 146 da Lei nº 6.404, de 1976.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão das expressões destacadas na transcrição abaixo para que o texto esteja alinhado com o previsto no item 12 da Seção B do Anexo 3 (atual art. 27 da Instrução).

*“Art. 4º Emissores estrangeiros que patrocinem programas de certificados de depósito de valores mobiliários – BDR Nível II ou Nível III devem apresentar as demonstrações a que se refere o art. 28 da Instrução elaboradas de acordo com as normas contábeis brasileiras ou de acordo com as normas contábeis internacionais emitidas pelo International Accounting Standards Board – IASB, auditadas por auditor independente registrado na CVM.”*

(os grifos constam do original)

A inserção é desnecessária tendo em vista que o processo de migração para as normas contábeis internacionais estará completo quando a Minuta for transformada em Instrução.

A BM&FBOVESPA sugere que o trecho “*(...) e ser acompanhadas de notas explicativas com a descrição das assimetrias entre o padrão contábil do país de origem e as normas contábeis internacionais emitidas pelo International Accounting Standards Board – IASB e seus efeitos relevantes sobre os resultados e patrimônio líquido”*



constante do § 3º do art. 4º e do § 2º do art. 5º do Anexo 33 – I seja substituído por “(...) *e ser acompanhadas de notas explicativas com a descrição das assimetrias entre o padrão contábil do país de origem e as normas contábeis internacionais emitidas pelo International Accounting Standards Board – IASB e a reconciliação do resultado e patrimônio líquido*” (os grifos constam do original). De acordo com tal participante, isso permitiria uma visão completa e mais direta do resultado e patrimônio líquido nos diferentes critérios contábeis.

A sugestão foi analisada pela área técnica – SNC, que entendeu que a substituição proposta pela participante era pertinente.

Por esta razão, a redação original foi alterada, conforme o disposto no atual art. 27 da Instrução.

## **6. Comentários às regras para securitizadoras – Anexo 33 – II (atual Anexo 32 – II)**

### **6.1. Regras gerais**

A ABECIP sugere que as securitizadoras de recebíveis imobiliários sejam enquadradas na categoria de emissores de valores mobiliários de dívida e investimento coletivo (atual categoria B).

ANDIMA e Levy & Salomão Advogados sugerem que as securitizadoras de créditos imobiliários ou de direitos creditórios do agronegócio tenham categoria específica, tendo em vista suas particularidades frente aos demais emissores. De acordo com esses participantes, não haveria necessidade de exigir a prestação de informações tão detalhadas sobre esses emissores quanto as exigidas para as demais categorias (sem prejuízo da prestação das informações dos direitos creditórios sob o regime fiduciário),



# CVM Comissão de Valores Mobiliários

uma vez que os direitos creditórios que lastreiam os valores mobiliários emitidos constituem “*patrimônio de afetação*”, separado do patrimônio das securitizadoras.

Com base nesses argumentos, ANDIMA e Levy & Salomão Advogados propõem a inclusão do inciso IV e dos §§ 5º e 6º ao art. 2º, conforme transcreto abaixo:

*“Art. 2º O emissor pode requerer o registro na CVM em uma das seguintes categorias: (...)*

*IV – securitizadoras. (...)*

*§ 5º O registro na categoria securitizadoras somente é admitido às companhias securitizadoras de créditos imobiliários ou de direitos creditórios do agronegócio que emitam exclusivamente Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI ou Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRA com regime fiduciário, não estando autorizadas a ofertar publicamente outros valores mobiliários de dívida.*

*§ 6º Os CRI e CRA de emissores registrados na categoria securitizadoras poderão ser negociados em quaisquer mercados regulamentados de valores mobiliários.”*

Adicionalmente, o Levy & Salomão Advogados sugere o seguinte conteúdo para o formulário de referência para a categoria securitizadoras:

<b>“EMISSOR REGISTRADO NA CATEGORIA SECURITIZADORAS”</b>
<i>1. Identificação das pessoas responsáveis pelo preenchimento do formulário</i>
<i>1.1. Declaração do Presidente e do Diretor de Relação com Investidores, atestando</i>



<p><i>que:</i></p> <p><i>a. todas as informações contidas no formulário atendem ao disposto na Instrução CVM nº [●], em especial aos arts. 15 a 20;</i></p> <p><i>b. reviram o formulário de referência; e</i></p> <p><i>c. o conjunto de informações nele contido é um retrato verdadeiro, preciso e completo da atual situação econômico-financeira do emissor e dos riscos inerentes às suas atividades, e aos valores mobiliários por ele emitidos</i></p>
<p><b>2. Auditores</b></p>
<p><i>2.1 Em relação aos auditores independentes dos 2 últimos anos, indicar:</i></p>
<p><i>a. nome empresarial</i></p>
<p><i>b. código CVM</i></p>
<p><i>c. nome das pessoas responsáveis, CPF e dados para contato (telefone e e-mail)</i></p>
<p><i>d. data da contratação dos serviços</i></p>
<p><i>e. descrição dos serviços contratados</i></p>
<p><b>3. Informações Financeiras Selecionadas</b></p>
<p><i>3.1. Em relação aos 2 últimos exercícios, informar os registros contábeis a cada patrimônio de afetação, conforme demonstrações financeiras preparada pela securitizadora, nos termos do artigo 12 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997.</i></p>
<p><b>3. Valores Mobiliários</b></p>
<p><i>3.1 Indicar em relação aos valores mobiliários sujeitos ao regime de afetação as seguintes informações:</i></p>
<p><i>a. nome e qualificação do agente fiduciário</i></p>
<p><i>b. tipo, classe e espécie</i></p>
<p><i>c. valor</i></p>
<p><i>d. remuneração</i></p>
<p><i>e. vencimento, inclusive as condições de vencimento antecipado</i></p>
<p><i>f. garantias reais”</i></p>

Conforme sugerido, a CVM optou por incluir as securitizadoras no regime previsto para os emissores da categoria B, uma vez que as securitizadoras emitem, essencialmente, títulos de dívida, sejam certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio, sejam debêntures, no caso das securitizadoras financeiras.

No entanto, caso alguma securitizadora financeira opte por emitir ações publicamente, ela deve se registrar na categoria A.



Ademais, dada a especificidade desse tipo de emissor, a CVM entende que há certas informações relacionadas especificamente às atividades de securitização que não estão abrangidas pela Minuta. Apesar de a Minuta prever a divulgação de uma série de informações sobre o emissor de valores mobiliários, pouco era exigido em relação aos créditos objeto de securitização ou em relação aos regimes fiduciários utilizados por tais emissores.

Em razão disso, e em linha com os debates internacionais sobre a necessidade de maior transparência dos produtos estruturados, a CVM decidiu que, em breve, proporá novas regras para acrescentar alguns comandos ao Anexo 32 – II, com o objetivo de aprimorar as informações periódicas prestadas pelas securitizadoras, em especial, aquelas relativas aos créditos objeto de securitização.

Com a divulgação dessas informações, os regimes de transparência previstos para as securitizadoras e para os fundos de investimento em direitos creditórios - FIDC ficarão alinhados, evitando-se uma eventual arbitragem regulatória em relação a esses dois tipos de emissores. Essa medida é desejável porque tanto as securitizadoras quanto os FIDC são instrumentos de securitização e, portanto, devem ter normas de transparência semelhantes.

## **6.2. Art. 1º, II - demonstrações financeiras relativas a cada um dos patrimônios separados**

A ABECIP propõe a eliminação da exigência de remessa à CVM das demonstrações financeiras independentes relativas a cada um dos patrimônios separados por emissão de certificados de recebíveis em regime fiduciário, conforme mencionado no inciso II do art. 1º do Anexo 33 - II.

A participante argumenta que as informações relativas a cada um dos patrimônios separados podem ser apresentadas por meio de notas explicativas, tal como é atualmente realizado pelas companhias securitizadoras, em consonância com o art. 12



da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, que determina que sejam mantidos registros contábeis independentes, diferentemente de demonstrações financeiras independentes, “*o que aumentaria muito o custo de cada emissão, por conta de novas despesas de auditoria*”.

Por esse motivo, a ABECIP propõe a eliminação da exigência prevista no inciso II do art. 1º do Anexo 33 - II, “*mantendo-se a redação atual neste sentido, ou seja, registros contábeis independentes*”.

A CVM considera importante que sejam apresentadas as demonstrações financeiras de cada um dos patrimônios separados das securitizadoras, tendo em vista que cada um deles constitui uma universalidade sujeita a direitos e obrigações próprios.

Além disso, conforme salientado pelo participante, a Lei nº 9.514, de 1997, já obriga a companhia securitizadora a “*manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras*”. Dessa forma, a CVM não vislumbra custos adicionais significativos em decorrência do disposto no inciso II do art. 1º do Anexo 32 – II.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

## 7. Outros comentários

### 7.1. Art. 152 da Lei nº 6.404, de 1976

A Energisa critica o disposto no art. 152 da Lei nº 6.404, de 1976, que determina que a remuneração global ou individual dos administradores deve ser aprovada pela assembleia geral. A determinação legal de que os acionistas devem aprovar a remuneração global dos administradores no ano corrente impede que os acionistas aprovem uma política de remuneração alinhada aos resultados da companhia.



A participante explica que, se uma companhia aprovar a remuneração global dos administradores na assembleia geral ordinária realizada em abril de 2009, e o conselho de administração, em maio de 2009, eleger outros diretores que não aqueles que estavam empossados à época da assembleia, os novos diretores estarão vinculados a uma remuneração aprovada com base nos resultados apresentados pela antiga diretoria.

Em face disso, a sugestão da Energisa é que se faculte aos acionistas a aprovação da remuneração global para o exercício corrente e uma política de remuneração dos administradores para o exercício seguinte, “*visando à vinculação da remuneração do exercício seguinte aos resultados do ano corrente*”.

O comentário foge do escopo da Minuta e da competência da CVM, pois depende de alteração legislativa.

## 8. Observações finais

As sugestões sobre linguagem, clareza e estilo, quando atendidas, foram inseridas diretamente no texto sem discussão no presente relatório.

Rio de Janeiro, 7 de dezembro de 2009

**LUCIANA DIAS**

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado