



**RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM
Audiência Pública nº 07/2008**

Parte I - Formulário Cadastral e Formulário de Referência

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 Minuta foi colocada em audiência pública entre os dias 27 de dezembro de 2008 e 30 de março de 2009.

Uma parte substancial da Minuta são os seus anexos 25 e 27 que estabelecem respectivamente o conteúdo do formulário cadastral e o conteúdo do formulário de referência. Tais documentos deverão ser entregues periódica (uma vez ao ano) e eventualmente (sempre que certos eventos ocorrerem) pelos emissores de valores mobiliários.

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

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, a parte I do relatório é dividida da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) anexo 25 – formulário cadastral; (iv) anexo 27 – formulário de referência - comentários gerais; (v) seção 1 - identificação das pessoas responsáveis pelo preenchimento do formulário; (vi) seção 2 - auditores; (vii) seção 3 - informações financeiras selecionadas; (viii) seção 4 - fatores de risco; (ix) seção 5 – riscos de mercado; (x) seção 7 - atividades do emissor; (xi) seção 8 - conglomerado econômico; (xii) seção 9 - ativos relevantes; (xiii) seção 10 - comentário dos diretores; (xiv) seção 11 - projeções; (xv) seção 12 - assembleia geral e administração; (xvi) seção 13 - remuneração dos administradores; (xvii) seção 14 - recursos humanos; (xviii) seção 15 - controle; (xix) seção 16 - transações com partes relacionadas; (xx) seção 22 - negócios extraordinários; e (xxi) observações finais.



Não foram apresentados comentários sobre as seções 6 e 17 a 21 do formulário de referência.

A não ser que esteja indicado de outra maneira, os títulos das seções em que se divide o presente relatório fazem referência aos itens do formulário de referência conforme a Minuta que foi para audiência pública. Sempre que se quis fazer referência à numeração final do formulário, usou-se a expressão “atual []”.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas no processo de audiência pública e a proposta definitiva dos formulários cadastral e de referência. 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.

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

3. Anexo 25 - formulário cadastral



A BM&FBOVESPA sugere a inclusão do item “*I.2. Denominação Social anterior*”.

A sugestão é pertinente e o formulário cadastral passa a prever o item “nome empresarial anterior”.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão do campo “*outros*” no item 1.12, referente à situação do emissor.

A CVM não conseguiu vislumbrar qualquer outra situação que não as elencadas no formulário. Por essa razão, a redação original foi mantida.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão de um novo item sobre “*tipo de controle acionário*”, no qual se indicaria se o controle do emissor é “*definido*”, “*difuso*” ou “*outro*”. Sugere, a propósito, que se adote a seguinte definição de controle difuso: “*controle difuso significa o poder de controle exercido por acionistas detentores de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital. Significa, ainda, o poder de controle quando exercido por grupo de acionistas detentor de percentual superior a 50% do capital social em que cada acionista detenha individualmente menos de 50% do capital social e desde que estes acionistas não sejam signatários de acordo de votos, não estejam sob controle comum e nem atuem representando um interesse comum*”.

A CVM ainda não enfrentou o debate sobre qual conceito de controle difuso seria apropriado para a sua regulação e entende que não é adequado debater tema tão polêmico no âmbito do formulário cadastral. Assim, seria incoerente pedir que o emissor defina se seu controle é difuso ou não. Ademais, a seção 15 do formulário de referência pede que o emissor forneça diversas informações sobre o controle para que o usuário entenda qual a estrutura de controle do emissor. Por essa razão, a proposta não foi aceita.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão de um novo item sobre “*acordo de acionistas*”, no qual se indicaria “*data do acordo*” e “*data do último aditamento*”.

A intenção é que o formulário cadastral, no futuro, seja o cabeçalho de todas as informações periódicas entregues pelo emissor, por isso, deve se restringir a informações



básicas. A CVM entende que informações sobre acordos de acionistas fogem ao escopo do cadastro. Ademais, o item 15 do formulário de referência já solicita diversas informações sobre acordos de acionistas. Por essa razão, a sugestão não foi acolhida.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão de um novo item sobre “*endereço eletrônico da empresa (site)*”.

A sugestão é pertinente e o formulário cadastral passa a prever item intitulado “*página do emissor na rede mundial de computadores*”.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão de um novo item: “*jornais onde a empresa divulga suas informações*”.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário cadastral.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão, no item 5, referente ao prestador de serviço de escrituração de ações, do campo “*endereço completo*”.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário cadastral.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão, no item 6, referente ao Diretor de Relações com Investidores - DRI ou pessoa equiparada, do campo “*nacionalidade*”. Sugere ainda que no item 6.3, no qual se solicita o CPF do DRI, seja possível fornecer, alternativamente, o número do passaporte.

Tendo em vista que o DRI ou a pessoa equiparada são necessariamente residentes no Brasil, inclui-se somente a exigência do CPF que, por si só, é capaz de identificar o DRI, sendo desnecessário incluir o número do passaporte ou a nacionalidade.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão, no item 6, referente ao DRI ou pessoa equiparada, de novo campo sobre “*contato na área de relações com investidores*”, no qual se indicaria “*nome do gerente ou responsável pelo atendimento aos investidores/analistas*”, “*endereço completo*” e “*e-mail*”.



A CVM entende que o DRI é a pessoa de contato para atendimento dos investidores e analistas. Por isso, a sugestão não foi aceita.

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão, no item 6, referente ao DRI ou pessoa equiparada, de novo campo sobre “*endereço eletrônico da área de relações com investidores*”.

O formulário cadastral já indica a página do emissor na rede mundial de computadores, a qual também é, na maioria das vezes, a página da área de relações com investidores. Por isso, a CVM acredita que não é necessário exigir especificamente a página da área de relações com investidores.

4. Anexo 27 – formulário de referência - comentários gerais

O IBGC sugere a adoção de um único formulário de referência para todas as categorias, em que os emissores devem preencher somente os campos endereçados à sua respectiva categoria.

A CVM esclarece que o sistema de informática em desenvolvimento para o formulário de referência funcionará exatamente dessa maneira. Qualquer emissor terá acesso a todos os campos e poderá preencher os campos do formulário que não são endereçados à sua respectiva categoria, se assim desejar, ou deixá-los em branco.

A BM&FBOVESPA sugere que sejam informados o nome, cargo, telefone, fax e e-mail do diretor presidente e do diretor de relações com investidores, os quais seriam responsáveis pelo conteúdo do formulário de referência.

O diretor de relações com investidores é o responsável por representar o emissor nas comunicações com investidores, reguladores e autorreguladores em relação às obrigações de prestação de informação. Além disso, seus dados para contato já estão no formulário cadastral. Por isso, a CVM entende que é desnecessário repeti-los neste formulário.



5. Seção 1 - Identificação das pessoas responsáveis pelo preenchimento do formulário

A BM&FBOVESPA sugere que o título desta seção passe de “*identificação das pessoas responsáveis pelo preenchimento do formulário*” para “*identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário*”.

A sugestão é pertinente e está refletida na nova redação.

A Telefónica entende que as declarações requeridas na seção 1 do formulário de referência, em princípio prestadas pelo presidente e pelo diretor de relações com investidores, deveriam ser, no caso dos emissores estrangeiros, prestadas pelo diretor presidente e pelo diretor financeiro. Isto porque, em atendimento às regras de outros reguladores, como o norte-americano, são esses os diretores responsáveis pelas informações prestadas por emissores estrangeiros. Adicionalmente, eles têm responsabilidade mais ampla do que a do diretor de relações com investidores, que, em geral, como ocorre no caso específico da Telefónica, se reporta ao diretor financeiro.

O sistema jurídico dos Estados Unidos é bastante diferente do brasileiro, principalmente no que diz respeito aos procedimentos administrativos e judiciais. Embora este relatório não seja o lugar adequado para a análise dessas diferenças, vale notar que aquele país enfrenta menos problemas com procedimentos judiciais e administrativos que envolvam pessoas fora de seu território ou que visem a sancionar os responsáveis pela prática de ilícitos. Diante do contexto jurídico brasileiro, é importante que pelo menos um dos responsáveis pelo conteúdo do formulário de referência resida no território brasileiro, facilitando, desse modo, as atividades da autoridade reguladora e eventuais procedimentos judiciais dos investidores. Sendo assim, é desejável que o representante legal, equiparado, nos termos da Minuta, ao diretor de relações com investidores, seja responsável pelo conteúdo do formulário de referência. Por essas razões, a sugestão da Telefónica não foi acolhida.



O Machado, Meyer Advogados sugere a exclusão da declaração prevista no item “c”, tendo em vista as atribuições específicas designadas para cada diretor do emissor. Sugere, como alternativa, que tais declarações sejam prestadas de maneira qualificada, considerando a relevância das informações em referência.

Não obstante a especificidade das atribuições de cada diretor do emissor, é desejável que o presidente e o diretor de relações com investidores sejam responsáveis por todas as informações prestadas no formulário de referência. Essa estrutura incentiva a implementação de mecanismos de governança e de controles internos que contribuem não somente para a elaboração das informações obrigatórias, como também para que o próprio emissor realize uma análise crítica preliminar dessas informações. Assim, ao receberem as informações produzidas por uma área, o diretor presidente e o diretor de relações com investidores poderão realizar o primeiro trabalho de revisão, verificando se tais informações são consistentes e coerentes com as informações vindas de outras áreas. A CVM acredita que essa estrutura contribuirá significativamente para a melhora da qualidade das informações disponíveis no mercado.

6. Seção 2 - Auditores

A ABRASCA sugere a supressão da alínea “c” do item 2.1 que pede a divulgação do nome das pessoas responsáveis pela auditoria, CPF e dados para contato (telefone e e-mail). Na opinião da entidade, não haveria razão para a divulgação de informações sobre os funcionários da empresa de auditoria que são responsáveis pelo emissor porque o investidor deveria estabelecer contato direto com a companhia.

A CVM entende o argumento da ABRASCA, no entanto, esclarece que as informações do formulário de referência são utilizadas não só pelos investidores, mas também pelos reguladores e autorreguladores. Os dados da alínea “c” do item 2.1 são importantes para o trabalho de supervisão da CVM e dos autorreguladores, além de serem informações que não representam qualquer custo para o emissor. Por outro lado, a CVM decidiu suprimir a alínea “b”, tendo em vista que o código CVM do auditor já está contemplado no anexo 25, que trata do formulário cadastral.



A ABRASCA sugere a supressão do subitem (ii) da alínea “f” do item 2.1 que pede a divulgação da existência de desentendimento entre os antigos auditores e os contadores ou departamento financeiro do emissor, sob o argumento de que a informação ali solicitada é excessivamente subjetiva.

A CVM esclarece que, nos termos do art. 28 da Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999, os emissores e os auditores independentes já estão obrigados a fornecer à CVM as informações referidas na alínea “f”, sempre que ocorre a substituição do auditor. Sendo assim, neste particular, a intenção da CVM não é inovar, mas consolidar informações que já são prestadas em uma base permanente, no formulário de referência. Para afastar quaisquer dúvidas, a redação da alínea foi modificada de modo a aproximá-la do disposto no art. 28 da Instrução CVM nº 308, de 1999.

7. Seção 3 - Informações financeiras selecionadas

O IBRACON sugere que as informações financeiras selecionadas sejam as consolidadas.

A sugestão é pertinente e o item 3.1 passa a exigir que as informações financeiras selecionadas sejam as consolidadas, sempre que o emissor divulgue demonstrações financeiras consolidadas.

O Banco do Brasil sugere a inclusão de uma subseção de dados financeiros e contábeis trimestrais, que seria atualizada trimestralmente. Essa subseção substituiria o formulário de ITR de tal modo que se teria um único sistema e documento para a divulgação de dados numéricos dos emissores. O Banco do Brasil propõe, ainda, a inclusão, na seção de informações financeiras selecionadas, de uma planilha com a série histórica dos principais itens do resultado do emissor.

As sugestões do Banco do Brasil são interessantes e merecem reflexão, mas envolvem uma migração de sistemas que a CVM não está preparada para realizar no momento atual. As sugestões serão guardadas para futuras discussões sobre a migração para o padrão XBRL.



7.1 Item 3.1

A BM&FBOVESPA sugere que, em relação aos emissores capital/bolsa e capital/balcão, sejam divulgados, no item 3.1, os seguintes dados financeiros: “(i) despesa financeira líquida; (ii) receita financeira líquida; e (iii) resultado operacional”.

O comentário é pertinente. A CVM reformulou o item 3.1, adaptando-o às novas regras contábeis e dele fez constar “receita líquida”, “resultado bruto” e “resultado líquido”, acreditando assim ter atendido à sugestão.

O IBRACON sugere que, em relação ao valor patrimonial da ação (VPA), seja indicado o critério de cálculo, considerando os principais impactos de classes de ações com direito ou características específicas.

A CVM esclarece que o campo da alínea “g” do item 3.1 será preenchido automaticamente pelo sistema de computador que está sendo desenvolvido para o formulário de referência. O valor patrimonial da ação, ali referido, resultará do quociente do patrimônio líquido, indicado na alínea “a”, pelo número de ações, ex-tesouraria, apresentado na alínea “f”.

7.2 Item 3.2

ANBID e IBRACON propõem que o emissor, quando utilizar medições contábeis não auditadas, além de efetuar a reconciliação com a medição contábil mais próxima constante das demonstrações financeiras auditadas, ofereça uma explicação qualitativa acerca do motivo pelo qual entende que tal medição é mais apropriada para a correta compreensão da sua condição financeira e do resultado de suas operações.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

Ainda no que toca o item 3.2, o IBRACON propõe que seja esclarecido que o Lajida é uma medição não contábil e que não deve contemplar os seguintes itens: “despesas



(*receitas*) não recorrentes” e “outros itens”, uma vez que somente é prevista a exclusão de juros, imposto de renda, depreciação e amortização. A entidade explica que esta sugestão visa fazer com que os emissores apresentem esta medição não contábil de uma maneira mais consistente, evitando interpretações em itens que devam ser classificados como despesas e receitas não recorrentes e outros itens. Ainda a esse respeito, o IBRACON recomenda que a Minuta esclareça que: (i) “*a medição não contábil não deve fazer parte das demonstrações financeiras básicas, nem das notas explicativas;*” e (ii) “*a medição não contábil deve ser mencionada em relatório da administração, deixando claro que é uma medição não contábil e deve obrigatoriamente ser precedida de uma reconciliação, partindo dos saldos contábeis*”.

A CVM considera importantes as observações feitas pelo IBRACON, no entanto, entende que não é deseável incluir no formulário de referência outros esclarecimentos sobre o tratamento de medições não contábeis. Por isso, a sugestão do IBRACON não foi acolhida.

7.3 Item 3.3

O item 3.3 do formulário de referência pede que emissores identifiquem e comentem qualquer evento subsequente à última demonstração financeira que a altere substancialmente. O IBRACON sugere a adoção da seguinte redação: “[a]tualizar os eventos subsequentes divulgados nas demonstrações financeiras”. O IBRACON explica que tal sugestão merece menos atenção caso a CVM aceite outra sugestão do IBRACON, qual seja, a obrigatoriedade de entrega simultânea das demonstrações financeiras auditadas e do formulário de referência. Neste caso, o item seria somente utilizado na atualização do formulário de referência, conforme previsto no art. 27, § 1º, inciso III, da Minuta.

Não é possível, em todos os casos, fazer coincidir a data de entrega do formulário de referência com a data das demonstrações financeiras, tendo em vista que algumas das informações divulgadas no formulário são produzidas na assembleia geral ordinária, que ocorre após a divulgação das demonstrações financeiras.

Quanto à proposta de nova redação, a CVM entende que a redação atual é



satisfatória, pois a finalidade da regra não é atualizar as demonstrações, mas exigir que os emissores comentem eventos relevantes ocorridos entre a data de fechamento e a de divulgação das demonstrações financeiras.

7.4 Item 3.4

Em relação ao item 3.4, a NATURA alega que a divulgação sem reservas da política de destinação de resultados pode revelar indevidamente estratégias de gestão e de aplicação de recursos, trazendo prejuízo ao emissor. Sugere que a divulgação de tal informação seja acompanhada de sugestões de padrões mínimos que preservem aspectos estratégicos e permitam a comparabilidade com os demais emissores.

Os arts. 187 e 188 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, combinados com os arts. 132 e 133 da mesma lei, já obrigam o emissor a elaborar uma demonstração de resultado do exercício e os administradores a elaborar uma proposta de destinação desses resultados, que deve ser aprovada em assembleia geral. A destinação do resultado já é uma matéria pública. Qualquer política ou prática que trate da destinação do resultado e pagamento de dividendos é do interesse do investidor e não há razão para considerá-la sigilosa.

7.5 Item 3.5

O IBRACON defende que, no item 3.5 “i” (atual 3.5 “a”), a expressão “*lucro líquido ajustado*” seja substituída por “*lucro líquido ajustado para fins de dividendos*” ou “*base de cálculos dos dividendos*”.

A sugestão foi acolhida e, no lugar da expressão “*lucro líquido ajustado*”, o item 3.5 passa a fazer referência a “*lucro líquido ajustado para fins de dividendos*”.

Quanto ao item 3.5 “v”, o IBRACON sugere que “*seja definido como a taxa de retorno em relação ao patrimônio líquido do emissor deva ser calculada.*”

A CVM esclarece que o item 3.5 “v” será preenchido automaticamente pelo



sistema de computador que está sendo desenvolvido para o formulário de referência. A “*taxa de retorno em relação ao patrimônio líquido do emissor*” ali referida resultará do quociente do “*lucro líquido ajustado para fins de dividendos*”, indicado no item 3.5 “a”, pelo patrimônio líquido indicado no item 3.1 “a”.

A Superintendência de Relações com Empresas da CVM - SEP sugere a alteração dos subitens “ii” e “iii” do item 3.5. A Minuta solicita a divulgação de informações sobre o montante de dividendo distribuído, segregado entre juros sobre capital próprio, dividendo obrigatório e dividendo simples. A SEP propõe a segregação entre juros sobre capital próprio, dividendo obrigatório e dividendo prioritário, fixo e mínimo.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

A BM&FBOVESPA sugere que seja incluída, no item 3.5, a divulgação do percentual de dividendo distribuído em relação ao lucro líquido ajustado.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário. A CVM esclarece que o campo do formulário referente ao percentual de dividendo distribuído em relação ao lucro líquido ajustado será preenchido automaticamente pelo sistema de computador que está sendo desenvolvido para o formulário de referência. Esse percentual resultará do quociente do lucro líquido ajustado para fins de dividendos pelo total de dividendo distribuído.

A BM&FBOVESPA sugere, ainda, que, em relação aos emissores das categorias capital/bolsa e capital/balcão, as mesmas informações contidas no item 3.5 sejam divulgadas sobre outros proventos em dinheiro que tenham sido distribuídos pelo emissor, como bonificações e restituições de capital.

Essas informações já estão contempladas em outras seções do formulário de referência, em particular, na seção 20, referente ao capital social. Por isso, a sugestão não foi aceita.

7.6 Item 3.6



A SEP sugere nova redação para o item 3.6 para tornar mais claro o seu significado. Assim, ao invés de “[i]nformar se foram declarados dividendos adicionais relacionados a lucros de exercícios anteriores nos 3 últimos exercícios sociais”, a SEP propõe: “[i]nformar, para os 3 últimos exercícios, se foram declarados dividendos a contas de lucros retidos ou reservas constituídas em exercícios anteriores”.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

7.7 Item 3.8

O IBRACON propõe que, no item 3.8, seja definido o conceito de dívida de modo a esclarecer, por exemplo, se arrendamento financeiro será considerado como dívida.

A CVM entende que não é desejável definir no formulário de referência o conceito de dívida para fins de preenchimento do item 3.8, pois se trata de questão contábil que deve ser disciplinada em norma específica.

ANDIMA e Levy & Salomão Advogados propõem que, em relação aos emissores da categoria capital/bolsa, seja incluída, adicionalmente à tabela do item 3.8, outra tabela contendo os compromissos financeiros (“*covenants financeiros*”) assumidos pelo emissor. A inclusão dessa lista permitiria a análise mais profunda, por parte dos analistas e dos investidores, dos compromissos financeiros assumidos pelo emissor em relação aos seus credores, possibilitando melhor compreensão do perfil de endividamento do emissor.

A CVM entende que esta sugestão está atendida pelo item 10.1 (iv) da seção 10 (comentários dos diretores) do formulário de referência.

O IBGC sugere que sejam acrescentados os seguintes itens na seção 3.8: (i) “se o emissor possui conselho fiscal ou comitê de auditoria em funcionamento”; (ii) “comentários sobre o parecer ou relatório desses órgãos para os três últimos exercícios”; (iii) “se as demonstrações financeiras foram aprovadas pela Assembléia Geral, com ou



sem ressalvas”; e (iv) “eventuais manifestações acerca do assunto registradas na respectiva ata”.

A CVM entende que essas informações já estão contempladas em outras seções do formulário de referência, em especial nas seções 10 (comentários dos diretores) e 12 (assembleia geral e administração) e que não seria adequado exigi-las na seção que cuida especificamente das informações financeiras selecionadas.

8. Seção 4 - Fatores de risco

8.1 Item 4.1

A ANBID sugere que cada uma das informações mencionadas no item 4.1 seja exigida somente quando aplicável ao emissor, tal como ocorre em relação ao prospecto, disciplinado pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

A CVM concorda com a ANBID e esclarece que o item 4.1 será um único campo aberto no formulário de referência. Ou seja, embora exista uma lista exemplificativa no item 4.1, o emissor, ao preencher o formulário, encontrará uma janela na qual será possível discorrer sobre os fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento. O emissor tanto poderá deixar de mencionar informações do item 4.1 que não lhe são aplicáveis, mas que constem dos subitens “a” a “i”, quanto acrescentar outras matérias não mencionadas na lista exemplificativa, mas que sejam relevantes em suas atividades.

Em relação aos emissores da categoria capital/bolsa, Renato Chaves sugere a exigência de divulgação de fatores de risco referentes a questões sócio-ambientais, inclusive de informações sobre a adesão a acordos como **Global Compact, ISE e Carbon Disclosure**.

Nos termos do item 4.1 do formulário de referência, devem ser descritos quaisquer “fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento, em especial, aqueles relacionados” nos itens “a” a “i”. Assim, ainda que não expressamente mencionados na lista do item 4.1, questões sócio-ambientais devem ser incluídas caso representem riscos



relevantes que possam influenciar a decisão de investimento. Adicionalmente, o item 7.5 “b” do formulário de referência pede que o emissor divulgue “*a política ambiental do emissor e os custos incorridos para o cumprimento da regulação ambiental e, se for o caso, de outras práticas ambientais, inclusive a adesão a padrões internacionais de proteção ambiental*”.

Ainda em relação aos emissores da categoria capital/bolsa, Renato Chaves propõe, igualmente, que seja exigida a divulgação do percentual de participação de cada mercado externo no conjunto das vendas.

A informação sobre percentual de participação de cada mercado externo no conjunto das vendas já está contemplada no item 7.6 do formulário de referência. Por isso, não seria conveniente exigi-la também no item 4.1.

A Telefónica sugere a exclusão do item 4.1 “j” referente aos fatores de risco relacionados ao “câmbio, taxa de juros e carga tributária dos países em que o emissor atue”, sob o argumento de que essa informação é excessiva e não se alinha com os padrões internacionais de divulgação de informações por emissores de valores mobiliários.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

8.2 Item 4.2

A ANBID sugere que as informações mencionadas no item 4.2 sejam divulgadas somente quando aplicáveis ao emissor.

Como já mencionado nos comentários ao item 4.1, o emissor só deve indicar no formulário de referência os fatores de risco que são aplicáveis às suas atividades.

O IBRACON sugere a exclusão do item 4.2 “a”, que se refere às “medidas adotadas para mitigar riscos”, sob o argumento de que essa informação não se alinha com os padrões internacionais de divulgação de informações por emissores de valores mobiliários.



A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

8.3 Itens 4.3 a 4.6 - Comentários sobre procedimentos judiciais, administrativos e arbitrais

O IBGC argumenta que a avaliação do que seja um procedimento judicial, administrativo ou arbitral “relevante” pode suscitar interpretações díspares, prejudicando, dessa forma, a qualidade do conteúdo do formulário de referência. Por isso, sugere que sejam estabelecidos critérios para determinar o que seja relevante.

A CVM entende que não é conveniente fixar critérios para a determinação do que seja um procedimento judicial, administrativo ou arbitral relevante, pois qualquer critério seria necessariamente arbitrário e poderia ter por efeito excluir a divulgação de informações úteis para os investidores. Por isso, a CVM acredita que a abordagem deve ser eminentemente subjetiva, cabendo a cada emissor avaliar, segundo seu melhor juízo, quais são as informações que, em razão de sua importância para o público investidor, devem ser divulgadas. Por esses motivos, a redação original foi mantida.

A AMEC, por sua vez, propõe que os itens 4.3, 4.6 e 4.7 sejam alterados para se evidenciar que a mencionada relevância dos procedimentos diz respeito ao seu impacto econômico-financeiro sobre o emissor. Sugere que, no lugar de procedimentos relevantes, conste a expressão “procedimentos que possam ter impacto econômico-financeiro relevante”.

Há riscos que o emissor pode julgar relevantes, muito embora não sejam diretamente vinculados a um impacto econômico-financeiro. Frequentemente, emissões de valores mobiliários incluem em seus prospectos riscos de imagem inerentes a uma certa prática do emissor ou riscos jurídicos relacionados a cláusulas estatutárias. Assim, se houver um procedimento judicial ou arbitral discutindo a validade de uma cláusula estatutária, é bastante possível que esse procedimento deva ser divulgado ainda que não haja impacto direto nas finanças do emissor. Por esses motivos, a redação original foi mantida.



A AMEC sugere, ainda, que, nos itens 4.3, 4.4 e 4.6, sejam exigidas informações sobre os procedimentos em que seja parte sociedade coligada ao emissor, sob o argumento de que essa informação tornaria a situação do emissor mais transparente. Na versão atual do formulário, só estão abrangidos o emissor e suas controladas.

Idealmente, o formulário de referência conteria toda e qualquer informação sobre os emissores de valores mobiliários tendo em vista que, via de regra, quanto maior o volume e qualidade da informação disponível, melhor será a especificação 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.

A AMEC traz a sugestão de que se exijam informações sobre procedimentos judiciais, administrativos e arbitrais, não só em relação ao emissor e suas controladas, mas também em relação às coligadas do emissor. A CVM descartou essa possibilidade porque, ao contrário do que ocorre com as sociedades controladas, em relação às quais o emissor tende a ter grande ingerência e, por isso, maior facilidade em obter informações, em relação a sociedades coligadas, o emissor pode não ter acesso nem meios para obter acesso a essas informações. O constante embate para obtenção dessas informações pode ser bastante custoso para o emissor. Ademais, as possíveis perdas em processos judiciais de coligadas tendem a ter um impacto menor no resultado do emissor que os prejuízos de controladas.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

A SEP sugere que nos itens 4.3 e 4.6 sejam discriminados os procedimentos judiciais, administrativos ou arbitrais por espécie trabalhista, tributário, cível e outros.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

O IBRACON pergunta qual seria o significado da expressão “sob sigilo” nos itens 4.3, 4.5 e 4.6 e sugere que, caso a expressão não tenha um significado bem definido, seria



preferível excluí-la, sob pena de o preenchimento do formulário dar margem a excessiva subjetividade.

A CVM entende que a expressão “sob sigilo” possui significado suficientemente preciso, abrangendo os feitos judiciais que correm sob segredo de justiça, os procedimentos administrativos que são conduzidos sob sigilo por determinação da autoridade administrativa, além dos procedimentos arbitrais que, por vontade das partes, sejam confidenciais. O conceito de sigilo, nesses itens, é objetivo, e não abre espaço para o emissor decidir o que é sigiloso. Por essa razão, a redação original foi mantida.

O IBRACON declara que a divulgação da percentagem que representa os procedimentos judiciais, administrativos e arbitrais em relação ao patrimônio líquido do emissor, apurado no último exercício social, não é relevante, nem necessária. Argumenta, ainda, que a sua divulgação poderia induzir o investidor a conclusões equivocadas sobre a situação patrimonial do emissor. Por essas razões, sugere a exclusão dessa informação.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

Em relação à alínea “f” dos itens 4.3 e 4.4, a SEP sugere que se substitua a expressão “expectativa de êxito” por “chance de ocorrência de perda”, o que permitiria a padronização do preenchimento desse campo do formulário conforme a chance seja provável, possível e remota.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

AMEC, BM&FBOVESPA e SEP propõem a inclusão de nova alínea nos itens 4.3 e 4.4 para que seja indicada a última fase processual dos processos judiciais, administrativos e arbitrais em questão.

A CVM entende que a divulgação da última fase processual do procedimento judicial, administrativo ou arbitral não seria necessariamente útil ao investidor. Isto porque, já é solicitado que o emissor divulgue a instância em que está o processo, o que permite que investidor tenha conhecimento sobre o quanto próximo de uma decisão final



está aquele litígio.

Outro ponto considerado pela CVM é que tal informação, na maioria das vezes, tende somente a ser corretamente compreendida por quem tenha formação jurídica e conheça em detalhe quais são as fases de cada procedimento judicial ou administrativo. Em relação aos procedimentos arbitrais, a compreensão dessa informação seria ainda mais difícil, já que esses procedimentos podem ser livremente estipulados pelas partes litigantes. Por essas razões, a redação original foi mantida.

8.4 Item 4.3

Renato Chaves sugere a divulgação de informações consolidadas por tipo de causa judicial quando, apesar dos valores individuais serem de pequena monta, o volume total for relevante.

A CVM entende que essa informação já está contemplada no item 4.6. Por isso, não seria conveniente exigi-la também no item 4.3.

8.5 Item 4.4

A TELESP sugere que, assim como ocorre no item 4.3, o item 4.4 exija informações apenas em relação aos procedimentos que não estejam sob sigilo.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

A Minuta exige a divulgação de informações sobre quaisquer procedimentos que tenham como parte contrária “investidores do emissor ou de suas controladas”. A ANBID sugere que somente os procedimentos relevantes sejam divulgados.

A CVM entende que a descrição de eventuais litígios que tenham como partes investidores do emissor ou de suas controladas são relevantes, independentemente do impacto financeiro, porque permitem que o investidor avalie o tipo de relacionamento mantido entre o emissor e seus investidores. Por essas razões, a redação original foi



mantida.

8.6 Item 4.5

ABRASCA e Bocater, Camargo Advogados sugerem a exclusão do item 4.5, sob a alegação de que a informação exigida vai de encontro ao caráter sigiloso dos procedimentos ali referidos.

A CVM acredita que o sigilo está suficientemente resguardado, tendo em vista que o item 4.5 exige apenas a divulgação dos valores envolvidos e uma análise do impacto em caso de perda. Além disso, a CVM considera importante que o investidor tenha acesso a informações mínimas sobre todas as contingências que possam ter impacto sobre a situação econômico-financeira do emissor e, consequentemente, sobre o seu investimento. Por essas razões, a redação original foi mantida.

9. Seção 5 – Riscos de mercado

9.1 Comentários gerais

A ABRASCA entende que a abertura total das informações exigidas na seção 5 do formulário de referência pode acarretar a divulgação de toda a estratégia financeira das companhias, incluindo informações confidenciais. Além disso, destaca que informações relevantes já são prestadas atualmente em decorrência das regras impostas pela Deliberação CVM nº 566, de 17 de dezembro de 2008, e não estão sendo alteradas pela Minuta. Por tais motivos, propõe a supressão de toda a seção 5.

A Deliberação CVM nº 566, de 2008, trata de informações quantitativas sobre a utilização de instrumentos financeiros, enquanto a seção 5 do formulário de referência pede que o emissor explique qual é a sua política de utilização de instrumentos financeiros. Trata-se, portanto, de uma informação ligada à gestão de risco do emissor e não à sua efetiva exposição financeira. Assim, as duas informações não se confundem, embora estejam relacionadas.



Adicionalmente, é extremamente importante que o investidor conheça as práticas de gestão adotadas pelo emissor para a utilização de instrumentos financeiros e possa avaliar se os controles de risco implementados são adequados.

Por fim, a CVM não acredita que a explicação sobre os limites de exposição e a necessidade de aprovações, que são dados típicos de uma política de utilização de instrumentos financeiros, possam expor informações estratégicas do emissor.

9.2 Item 5.1 “d” (atual item 5.2.g)

O IBRACON sugere que seja esclarecida qual informação a CVM espera que seja divulgada e de que forma deve ser feita a divulgação.

A CVM entende que a nova redação conferida à seção 5 permite que o emissor apresente devidamente as informações solicitadas.

10. Seção 7 - Atividades do emissor

10.1 Item 7.2

A Natura sugere a supressão da alínea “b” do item 7.2, que manda divulgar a participação de cada segmento de negócio do emissor e de suas controladas na receita e no lucro do emissor. Argumenta que tal informação acarretaria um forte desequilíbrio concorrencial e que a gestão do emissor pode ser satisfatoriamente avaliada por meio de indicadores financeiros já amplamente adotados pelo mercado.

Atualmente, a CVM já exige a divulgação no Formulário de Informações Anuais – IAN – da participação de cada produto ou serviço na receita líquida do emissor. Essa informação é importante para que o investidor avalie o desempenho do emissor e a CVM considera que a divulgação da informação exigida na alínea “b” do item 7.2 não representa uma indevida exposição de informações estratégicas ou sensíveis dos emissores. Além disso, a mesma informação é comumente exigida em outros países pelos respectivos órgãos reguladores do mercado de capitais. Por essas razões, a redação original foi



mantida.

10.2 Item 7.3

Natura, TELESP e Vivo sugerem a supressão do item 7.3, sob a alegação de que as informações ali exigidas são estratégicas para a companhia. De acordo com tais participantes, não é do interesse do emissor ou de seus acionistas e investidores que informações estratégicas sejam levadas a conhecimento público, porque isso prejudicaria o posicionamento da sociedade em seu mercado de atuação.

No mesmo sentido, a APIMEC diz que o item 7.3 pode trazer problemas para algumas companhias, especialmente em relação a concorrentes de capital fechado, que não precisam prestar as informações nele solicitadas.

Especificamente, a ABRASCA sugere a exclusão do item 7.3 “c”, que trata das características dos mercados de atuação do emissor. A ABRASCA argumenta que as informações ali exigidas são estratégicas para o emissor.

A CVM entende que é preciso aprimorar significativamente as informações sobre as atividades do emissor que são atualmente divulgadas. Assim, o item 7.3 prevê a divulgação de diversas informações que, na opinião da CVM, são úteis para o investidor conhecer as atividades desenvolvidas pelo emissor e ser capaz de avaliar o seu desempenho. Algumas delas são atualmente divulgadas pelos emissores no Formulário de Informações Anuais – IAN, como as relativas à sazonalidade das atividades do emissor ou as referentes às matérias primas utilizadas.

Vale notar que todas essas informações são usualmente exigidas em outros países pelos respectivos órgãos reguladores. Exemplo disso é o conteúdo do Formulário 10-K da **Securities and Exchange Commission - SEC¹** ou o documento **International Disclosure**

¹ § 229.101

“(...)”

(b) *Financial information about segments. Report for each segment, as defined by generally accepted accounting principles, revenues from external customers, a measure of profit or loss and total assets. A registrant must report this information for each of the last three fiscal years or for as long as it has been in*



Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers emitido pela IOSCO em setembro de 2008². Por essas razões, a redação original foi mantida.

Ainda em relação ao item 7.3, o IBRACON solicita que seja esclarecido qual é o lapso temporal a ser considerado ao se calcular o percentual de referência (10% ou 20%) da receita líquida consolidada do emissor. Em sua opinião, esse período deveria corresponder aos 3 últimos exercícios sociais.

business, whichever period is shorter. If the information provided in response to this paragraph (b) conforms with generally accepted accounting principles, a registrant may include in its financial statements a cross reference to this data in lieu of presenting duplicative information in the financial statements; conversely, a registrant may cross reference to the financial statements.

(...)

(c) Narrative description of business. (1) Describe the business done and intended to be done by the registrant and its subsidiaries, focusing upon the registrant's dominant segment or each reportable segment about which financial information is presented in the financial statements. To the extent material to an understanding of the registrant's business taken as a whole, the description of each such segment shall include the information specified in paragraphs (c)(1) (i) through (x) of this section. The matters specified in paragraphs (c)(1) (xi) through (xiii) of this section shall be discussed with respect to the registrant's business in general; where material, the segments to which these matters are significant shall be identified.

(...)

§ 229.101

(c) (x) Competitive conditions in the business involved including, where material, the identity of the particular markets in which the registrant competes, an estimate of the number of competitors and the registrant's competitive position, if known or reasonably available to the registrant. Separate consideration shall be given to the principal products or services or classes of products or services of the segment, if any. Generally, the names of competitors need not be disclosed. The registrant may include such names, unless in the particular case the effect of including the names would be misleading. Where, however, the registrant knows or has reason to know that one or a small number of competitors is dominant in the industry it shall be identified. The principal methods of competition (e.g., price, service, warranty or product performance) shall be identified, and positive and negative factors pertaining to the competitive position of the registrant, to the extent that they exist, shall be explained if known or reasonably available to the registrant."

² O documento **International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers** da IOSCO estabelece: "[b]usiness Overview. The information required by this item may be presented on the same basis as that used to determine the company's business segments under the body of accounting principles used in preparing the financial statements. The following information shall be provided:

1. *A description of the nature of the company's operations and its principal activities, stating the main categories of products sold and/or services performed for each of the last three financial years. Indicate any significant new products and/or services that have been introduced and, to the extent the development of new products or services has been publicly disclosed, give the status of development.*
2. *A description of the principal markets in which the company competes, including a breakdown of total revenues by category of activity and geographic market for each of the last three financial years.*
3. *A description of the seasonality of the company's main business."*



A sugestão perdeu o objeto tendo em vista que a CVM adotou o critério contábil de determinação de segmentos de negócios.

O Souza, Cescon Advogados propõe que, em relação aos emissores da categoria capital/bolsa, o percentual de referência seja fixado em 20% da receita líquida consolidada do emissor, tal como se estabeleceu para as demais categorias. Em sua opinião, o percentual deve ser aumentado de 10% para 20% para evitar que informações de cunho estratégico venham a se tornar públicas, causando prejuízos aos legítimos interesses dos emissores.

A CVM não concorda que o percentual esteja diretamente relacionado ao cunho estratégico da informação. Por isso, a redação original foi mantida.

O Souza, Cescon Advogados sugere, especificamente, a supressão do subitem 7.3, (c) (v), que determina a divulgação, em relação aos produtos e serviços que correspondam a mais de 10% da receita líquida consolidada do emissor, dos “métodos para enfrentar a concorrência”, sob o argumento de que essa informação é altamente sensível, uma vez que retrata as estratégias dos emissores para o desenvolvimento de suas atividades.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

11. Seção 8 - Conglomerado econômico

11.1 Item 8.2

O item 8.2 do formulário de referência determina que o emissor divulgue, a respeito do grupo econômico do qual faça parte, uma descrição das “*operações de reestruturação, tais como incorporações, fusões, cisões, incorporações de ações, alienações e aquisições de controle societário, aquisições e alienações de ativos importantes, ocorridas no grupo, nos 3 últimos exercícios sociais*”.

O Machado, Meyer Advogados sugere a exclusão do item 8.2, tendo em vista a semelhança das informações nele exigidas com aquelas exigidas no item 6.4. O item 6.4 da



Minuta determina a descrição “*dos principais eventos societários, tais como incorporações, fusões, cisões, incorporações de ações, alienações e aquisições de controle societário, aquisições e alienações de ativos importantes, pelos quais tenham passado o emissor ou qualquer de suas controladas ou coligadas nos últimos 3 exercícios*”, exigindo em relação a tais operações uma série de dados.

Na mesma linha, a APIMEC destacou o fato de os itens 8.2 e 6.4 serem muito parecidos, podendo ser agrupados.

O comentário é parcialmente pertinente. O item 6.4 se refere exclusivamente a operações societárias ocorridas com o emissor, suas subsidiárias e coligadas, enquanto o item 8.2 se refere às operações societárias ocorridas em qualquer empresa do grupo econômico. Assim, a maior parte das operações societárias relevantes para o investidor estará descrita no item 6.4, mas é possível que algumas operações societárias relevantes possam se dar em empresas do mesmo conglomerado que não sejam coligadas ou subsidiárias do emissor. O item 8.2 é, portanto, mais abrangente que o item 6.4. Adicionalmente, o item 8.2 é menos específico que o item 6.4, tendo em vista que o item 6.4 pede uma série de detalhes que não são requeridos no item 8.2. Por isso, a redação original foi mantida.

12. Seção 9 - Ativos relevantes

12.1Item 9.1

12.1.1 Propriedade intelectual

O IBGC sugere que as informações sobre propriedade intelectual contidas no item 9.1 “b” sejam apresentadas de forma separada.

Os ativos conhecidos como “propriedade intelectual” fazem parte da conta contábil “ativo não circulante” e, por isso, a CVM acredita que eles devem permanecer como um subitem do item 9.1. Por isso, a redação original foi mantida.



A Natura sugere a supressão do item 9.1 “b”, relativo a “*patentes, marcas, licenças, concessões, franquias e contratos de transferência de tecnologia*”. Argumenta que tal informação acarretaria forte desequilíbrio concorrencial e que a gestão do emissor pode ser satisfatoriamente avaliada por meio de indicadores financeiros já amplamente adotados pelo mercado, como, por exemplo, o LAJIDA.

Em certa medida, a divulgação de informações sobre “*patentes, marcas, licenças, concessões, franquias e contratos de transferência de tecnologia*” já é exigida no Formulário de Informações Anuais – IAN e nos prospectos de ofertas públicas.

As melhores práticas internacionais também pedem a divulgação de tais dados. A IOSCO, no documento **International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers**, emitido em setembro de 2008, recomenda que se divulgue um “[s]ummary information regarding the extent to which the company is dependent, if at all, on patents or licenses, industrial, commercial or financial contracts (including contracts with customers or suppliers) or new manufacturing processes, where such factors are material to the company's business or profitability”.

Nos Estados Unidos, a SEC pede informações sobre “*the duration and effect of all patents, trademarks, licenses, franchises and concessions held*” (cf. Regulation S-K, item §229.101, “c”, “iv”).

Da mesma forma, a Diretiva da Comunidade Europeia nº 809/2004, em seu anexo 1, na seção sobre visão geral dos negócios, pede que se divulgue em prospectos de distribuições de ações: “[i]f material to the issuer's business or profitability, a summary information regarding the extent to which the issuer is dependent, on patents or licences, industrial, commercial or financial contracts or new manufacturing processes”.

Tendo em vista o consenso internacional sobre a necessidade de divulgação de informações sobre patentes, marcas, licenças, concessões, franquias e contratos de transferência de tecnologia, a CVM decidiu manter a seção.



No entanto, nenhum dos países pesquisados pede que o emissor divulgue a relação entre a propriedade intelectual e produtos específicos, conforme originalmente proposto pela Minuta, por isso, os subitens do item 9.1 foram revisitados e alterados para deixar as exigências do formulário mais próximas das atualmente existentes e daquelas exigidas em outros países. A redação atual reflete esse entendimento.

12.1.2 Participações societárias

A SEP propõe que, assim como no Formulário de Informações Anuais – IAN, o item 9.1 “c” informe se a sociedade na qual o emissor tem participação é coligada ou controlada, e se tal sociedade tem registro na CVM.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

O IBRACON sugere que se esclareça a definição de valor de mercado, a que se refere o item 9.1 “c”, “vi”, no caso de o título participativo não ser negociado em mercado regulamentado de valores mobiliários.

ANBID e Machado, Meyer Advogados propõem a exclusão do item 9.1 “c”, “vi”. Para tais participantes, a determinação do valor é uma tarefa complexa, com alta dose de subjetividade e incerteza, em especial, quando se trata de ativos com pouca liquidez. Alegam que a divulgação do valor de mercado dos principais ativos do emissor resultaria em custo excessivo, com peritos ou bancos avaliadores, além de expor o emissor a um risco injustificável de futuros litígios. ANBID e Machado, Meyer Advogados ponderaram, ainda, que a divulgação dessa informação não representaria necessariamente uma melhora no nível de informação disponível ao investidor.

Ambos os comentários são pertinentes. Assim, revisitou-se a redação original para adaptá-la às regras contábeis internacionais. A CVM entendeu relevante divulgar o valor contábil das participações, conforme registrado no ativo não circulante, ou seja, o valor trazido por equivalência patrimonial, no caso de controladas e coligadas, ou o valor justo, no caso de outras participações.



Adicionalmente, o formulário estabelece que caso a ação da sociedade investida seja negociada em mercados organizados de valores mobiliários, o emissor divulgue o valor da participação de acordo com o valor da cotação da ação no último dia do exercício social.

A CVM entende que o emissor não terá grandes dificuldades ou custos adicionais relevantes para fornecer tais informações porque o valor contábil já seria aferido para elaboração das demonstrações financeiras e o valor da cotação é informação pública.

ANBID e Machado, Meyer Advogados sugerem a exclusão do item 9.1 “c”, “viii”, que manda divulgar a valorização ou desvalorização das participações do emissor em outras sociedades nos últimos 3 exercícios. O argumento para a defesa de tal exclusão é que a determinação desse valor é uma tarefa complexa, com alta dose de subjetividade e incerteza, em especial, quando se trata de ativos com pouca liquidez. Alegam que a divulgação desses dados acarretaria, além de uma exposição do emissor a um risco injustificado de futuros litígios, um custo excessivo com peritos ou bancos avaliadores. Também argumentam que a divulgação dessa informação não representaria necessariamente uma melhora no nível de informação disponível ao investidor.

Em linha com a nova redação proposta para o item 9.1 “c”, “iv” e “vi”, a redação foi adaptada para exigir a divulgação da valorização ou desvalorização do valor contábil da participação do emissor e a valorização ou desvalorização da participação de acordo com a cotação em mercados organizados, quando ela existir.

A ANBID propõe a exclusão do item 9.1 “c”, “ix”, que manda divulgar as razões para aquisição e manutenção das participações do emissor em outras sociedades. Em sua opinião, essa informação deve ser fornecida apenas por ocasião da aquisição ou alienação do ativo, por meio de comunicação de ato e fato relevante nos termos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.

Uma das finalidades do formulário de referência é a criação de um documento de base que ofereça ao investidor acesso permanente a informações públicas relativas ao emissor. Por isso, é desejável que certas informações divulgadas por meio de



comunicação de fato relevante sejam, igualmente, divulgadas por meio do formulário de referência. Assim, a redação original foi mantida.

13. Seção 10 – Comentário dos diretores

13.1 Comentários gerais

ABRASCA e Souza, Cescon Advogados sugerem que as declarações e os comentários referidos da seção 10 do formulário de referência sejam prestados especificamente pelos diretores do emissor, e não pelos administradores em geral. Argumentam que tecer comentários acerca dos resultados operacionais e financeiros do emissor, com o grau de detalhe exigido pelo formulário, é, por definição, tarefa da diretoria. De acordo com tais participantes, na grande maioria das companhias brasileiras, os membros da diretoria estão mais próximos do dia a dia operacional da empresa do que os membros do conselho de administração. Sugerem, nessa linha, que o item 10 seja renomeado como “*comentários dos diretores*”.

O comentário é pertinente e está refletido no formulário.

13.2 Itens 10.1 e 10.2 - Declarações dos administradores

O Machado, Meyer Advogados entende que as declarações contidas nos itens 10.1 e 10.2 já estão na Lei 6.404, de 1976, portanto, não precisariam fazer parte do formulário de referência.

O comentário é pertinente em relação às empresas brasileiras constituídas sob a forma de sociedade anônima. Ocorre, no entanto, que o formulário de referência será preenchido tanto por companhias nacionais, quanto por emissores estrangeiros, em relação aos quais tais declarações podem não existir. Mesmo em âmbito nacional, administradores de emissores de valores mobiliários não organizados sob a forma de sociedades anônimas não estão obrigados a fazer tais declarações.

A CVM quer garantir que administradores de emissores estrangeiros, limitadas,



cooperativas agrícolas e outras entidades autorizadas a emitir valores mobiliários declarem que reviram, discutiram e concordam com as demonstrações financeiras apresentadas aos investidores, bem como com as opiniões dos auditores independentes. Por esses motivos, as declarações foram mantidas.

A ABRASCA propõe que as declarações contidas nos itens 10.1 e 10.2 sejam deslocadas e inseridas na seção 1 do formulário (“*identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário*”), passando, assim, a figurar junto com as demais declarações exigidas no formulário.

A sugestão é parcialmente pertinente. A CVM entendeu que tais declarações ficariam mais bem alocadas no art. 28 da Minuta que trata da entrega das demonstrações financeiras. Assim, ao § 1º do art. 28 foi adicionado mais um inciso e ao art. 28 mais um parágrafo. A nova redação é a que segue:

“(…)

§ 1º *As demonstrações financeiras devem ser acompanhadas de:*

(…)

VI – declaração dos diretores de que eles reviram, discutiram e concordam com as opiniões expressas no parecer dos auditores independentes, informando as razões, em caso de discordância.

§ 2º As demonstrações financeiras de emissores organizados sob outras formas que não a de sociedade anônima devem ser acompanhadas de declaração dos diretores de que eles reviram, discutiram e concordam com tais demonstrações financeiras.”

Em relação às declarações referidas nos itens 10.1 e 10.2, o IBRACON sugere que a CVM estabeleça critérios e padrões para a elaboração das declarações a serem emitidas pelos administradores.



As declarações serão dadas nas exatas palavras contidas na minuta do formulário de referência divulgada e, doravante, na instrução.

13.3 Item 10.3 (atual 10.6)

O IBRACON sugere excluir o termo “críticas” utilizado na alínea “f” do item 10.3, pois tal palavra não condiz com a nomenclatura utilizada em pareceres de auditoria.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

13.4 Item 10.4 (atual 10.1 “f” e seguintes)

O item 10.4 “b” determina que os administradores comentem sobre os níveis de endividamento, as características de tais dívidas, a capacidade de conseguir financiamentos adicionais, bem como os limites de utilização dos financiamentos já contratados. ABRASCA e Souza, Cescon Advogados sugerem que tais informações não sejam obrigatórias. O escritório de advocacia acredita que a divulgação de tais dados envolve projeções e estimativas e, por isso, deveria ser abordada no item 11, que seria o local apropriado no formulário para a divulgação opcional de projeções e estimativas.

A divulgação de informações sobre a capacidade de conseguir financiamentos adicionais ou de utilização de financiamento já contratado não se confunde com a divulgação de projeções. Essas últimas são estimativas feitas de boa-fé sobre o desempenho futuro do emissor. Já o item 10.4 “b” pede que o emissor analise o seu nível atual de endividamento e se tal endividamento permitiria a obtenção de financiamentos adicionais. O objetivo do item 10.4 “b” é obter informações sobre fontes de financiamento que estejam disponíveis, mas que não sejam utilizadas pelo emissor.

Adicionalmente, esse tipo de informação é recomendada pelas entidades internacionais especializadas no assunto e comumente exigida por órgãos reguladores estrangeiros.

O documento divulgado pela IOSCO, em 1998, sobre **International Disclosure**



Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers recomenda a divulgação pelos emissores de “*a description of the internal and external sources of liquidity and a brief discussion of any material unused sources of liquidity*”.

Nos Estados Unidos, a **Regulation S-K**, na regra 303, exige as seguintes informações: “*2. Capital resources. i. Describe the registrant's material commitments for capital expenditures as of the end of the latest fiscal period, and indicate the general purpose of such commitments and the anticipated source of funds needed to fulfill such commitments. ii. Describe any known material trends, favorable or unfavorable, in the registrant's capital resources. Indicate any expected material changes in the mix and relative cost of such resources. The discussion shall consider changes between equity, debt and any off-balance sheet financing arrangements*”.

Por essas razões, o comando foi mantido.

13.5 Item 10.5

O item 10.5 pede que os administradores comentem os efeitos causados por eventual alienação de segmento operacional do emissor ou de participação societária relevante ou por eventos extraordinários nas demonstrações financeiras do emissor e em seus resultados. O Souza, Cescon Advogados sugere que as informações solicitadas no item 10.5 sejam realocadas no item 11, que trata da divulgação de projeções e estimativas. Alega que tais informações envolvem projeções e estimativas e, por essa razão, sua divulgação deveria ser uma faculdade para o emissor, e não uma obrigação.

O item 10.5 não exige a divulgação de projeções sobre o desempenho futuro do emissor. O que o item 10.5 requer é uma análise do impacto de certos fatos (introdução ou alienação de segmento operacional, alienação ou aquisição de participação societária ou eventos e operações não usuais) sobre as demonstrações financeiras do emissor.

Trata-se de divulgação de informação recomendada pelas entidades internacionais especializadas em mercados de valores mobiliários e frequentemente exigida por reguladores estrangeiros.



O documento divulgado pela IOSCO, em 1998, sobre **International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers** recomenda a divulgação pelos emissores de “*information regarding significant factors, including unusual or infrequent events or new developments, materially affecting the company's income from operations, indicating the extent to which income was so affected*”.

Nos Estados Unidos, a **Regulation S-K**, 303, a-3, prescreve: “*describe any unusual or infrequent events or transactions or any significant economic changes operations and, in each case, indicate the extent to which income was so affected*”.

Por essas razões, o comando foi mantido.

O IBRACON sugere que a CVM apresente uma definição de “*eventos extraordinários*”.

A CVM substituiu a expressão “*eventos extraordinários*” por “*eventos ou operações não usuais*”. Apesar de não haver uma definição precisa para “*eventos ou operações não usuais*”, tal expressão é comumente utilizada em outras jurisdições e nas normas contábeis internacionais. A CVM acredita que não é necessário definir tal expressão porque há um senso comum sobre o seu uso e interpretação.

Na União Europeia, por conta da **Commission Regulation No. 809/2004** que implementa a Diretiva 2003/71/EC, os países membros devem exigir que seus emissores divulguem “[i]nformation regarding significant factors, including unusual or infrequent events or new developments, materially affecting the issuer's income from operations, indicating the extent to which income was so affected”.

Nos Estados Unidos, a **Regulation S-K**, 303, a-3, determina que os administradores comentem a “unusual or infrequent events or transactions or any significant economic changes operations and, in each case, indicate the extent to which income was so affected the amount of reported income from continuing operations, and”



(...)"

13.6 Item 10.6 (atual 10.8)

A ABRASCA propõe a exclusão do item 10.6 que trata de comentários dos administradores sobre controles internos para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, sob o argumento de que a medição do grau de eficiência dos controles internos constitui uma tarefa altamente subjetiva, ou até mesmo impossível. Alega, a propósito, que a eficiência só pode ser apurada com base em números que, todavia, não são disponíveis.

Em sentido semelhante, Bocater, Camargo Advogados sugere a exclusão do item 10.6 argumentando que, além de subjetivos, os comentários dos administradores não teriam utilidade. Isto porque os administradores tenderiam a fazer comentários favoráveis à qualidade dos sistemas de controles, já que, se os julgassem insuficientes, não os teriam adotado, sob pena de responsabilização.

O IBRACON também sugere a exclusão do item 10.6. Em sua opinião, as informações que são solicitadas sobre os controles internos só poderiam ser devidamente fornecidas caso fossem editadas normas no Brasil em relação a esse assunto, a exemplo de outras jurisdições como os Estados Unidos, onde foi promulgado o **Sarbanes-Oxley Act**.

Embora a CVM não tenha regulado os padrões mínimos dos controles internos que devem ser estabelecidos pelos emissores de valores mobiliários para produzir suas demonstrações financeiras, tais controles devem existir. A existência de algum tipo de estrutura que recolha, classifique e verifique a procedência dos dados econômico-financeiros do emissor é pressuposto básico para a produção das demonstrações financeiras.

Não fosse a impossibilidade prática de existir demonstrações sem controle, a Resolução nº 820, de 17 de dezembro de 1997, emitida pelo Conselho Federal de Contabilidade, que trata das normas de auditoria independente de demonstrações financeiras não exigiria que “[p]ara determinar o risco da auditoria, o auditor deve



avaliar o ambiente de controle da entidade, compreendendo: (...) (b) a estrutura organizacional e os métodos de administração adotados, especialmente quanto a limites de autoridade e responsabilidade; (c) as políticas de pessoal e a segregação de funções; (d) a fixação, pela administração, de normas para inventário, para conciliação de contas, preparação de demonstrações contábeis e demais informes adicionais; (...)". Tendo em vista que as demonstrações financeiras de todos os emissores de valores mobiliários devem ser auditadas, não só devem existir controles internos nos emissores de valores mobiliários, como tais controles devem ser objeto de avaliações periódicas por parte dos auditores.

A CVM entende que é adequado e desejável que os diretores comentem sobre a eficiência e confiabilidade dos controles internos no formulário de referência. Por essas razões, o comando foi mantido.

Em relação especificamente ao item 10.6 “c”, a ABRASCA entende que a divulgação das críticas elaboradas pelos auditores independentes aos controles internos adotados pelo emissor é dispensável, haja vista que tais informações já deveriam estar disponíveis nas notas explicativas ou nos pareceres dos auditores.

Uma das importantes funções do formulário de referência é reunir as principais informações disponíveis sobre o emissor em um só documento. Assim, é relevante que dele constem as ressalvas e ênfases presentes no parecer dos auditores nos últimos 3 exercícios sociais. A redação do comando foi adaptada para substituir a expressão “*críticas*” pelas expressões “*ressalvas e ênfases*” refletindo o comentário do IBRACON no item 10.3.

13.7 Item 10.8

O item 10.8 pede que os administradores comentem a política de divulgação de informações. ABRASCA e ANBID sugerem sua supressão. Alegam que tais informações já estão contempladas na Instrução CVM nº 358, de 2002, e no item 19 do formulário, que trata da “Política de Divulgação de Informações”.



O comentário é pertinente e está refletido no formulário.

13.8 Item 10.9 (atuais 10.2, 10.4 e 10.10)

O item 10.9 pede que os administradores comentem as perspectivas comerciais, operacionais e financeiras do emissor.

ABRASCA, ANBID e Souza, Cescon Advogados sugerem que tais informações sejam de divulgação facultativa, uma vez que envolvem projeções e estimativas que, de acordo com a regra geral estabelecida na Minuta, são de divulgação opcional. Em particular, a ABRASCA argumenta que fatos e dados incertos devem ser divulgados a critério da administração quando houver suporte suficiente. Alega que os administradores deveriam apenas comentar os aspectos comercial, operacional e financeiro do emissor no passado e no presente, e não sobre perspectivas futuras e incertas. Caso tal sugestão seja acolhida, propõe então que o item 10.9 seja consolidado com os itens 10.3 e 10.4.

A projeções são estimativas de boa-fé sobre a performance futura do emissor. Tendências são inclinações já conhecidas pela administração que podem influir no desenvolvimento dos negócios do emissor, com relação a preços, custos, desenvolvimento de mercados, dentre outros aspectos relevantes. A CVM acredita que esses comentários são muito importantes, pois permitem que os investidores enxerguem a situação do emissor pela perspectiva dos administradores.

A prática internacional é exigir a divulgação de tendências separadamente da divulgação de projeções. As projeções são, em geral, facultativas, mas a divulgação de tendências não (ver transcrições abaixo). A CVM entende que este é um modelo desejável e, por isso, manteve a obrigatoriedade de os emissores se pronunciarem sobre determinadas tendências já identificadas por eles, em especial, quanto às condições financeira e patrimonial do emissor e aos seus resultados operacionais.

Apesar da convicção de que a divulgação de tendências é desejável, a CVM concorda com os participantes que a redação original do item 10.9 era inadequada. Isto porque misturava tendências com outras informações que só devem ser solicitadas em



relação ao passado. Por isso, o item foi reformulado e se transformou nos itens 10.2 e 10.4.

Para evidenciar a prática internacional a respeito da obrigatoriedade de divulgação de tendências, vale transcrever alguns trechos da **Commission Regulation No. 809/2004**, que implementa a Diretiva 2003/71/EC:

“Trend Information”

12.1. The most significant recent trends in production, sales and inventory, and costs and selling prices since the end of the last financial year to the date of the registration document.

12.2. Information on any known trends, uncertainties, demands, commitments or events that are reasonably likely to have a material effect on the issuer's prospects for at least the current financial year.

13. Profit Forecasts or Estimates

If an issuer chooses to include a profit forecast or a profit estimate the registration document must contain the information set out in items 13.1 and 13.2:

13.1. A statement setting out the principal assumptions upon which the issuer has based its forecast, or estimate.”

O documento divulgado pela IOSCO, em 1998, sobre **International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers** recomenda a divulgação pelos emissores de: “***Trend Information. The company should identify the most significant recent trends in production, sales and inventory, the state of the order book and costs and selling prices since the latest financial year. The company also should discuss, for at least the current financial year, any known trends, uncertainties, demands, commitments or events that are reasonably likely to have a material effect on the company's net sales or revenues, income from continuing***



operations, profitability, liquidity or capital resources, or that would cause reported financial information not necessarily to be indicative of future operating results or financial condition”.

Os Estados Unidos, por sua vez, solicitam que os emissores: “[d]escribe any known trends or uncertainties that have had or that the registrant reasonably expects will have a material favorable or unfavorable impact on net sales or revenues or income from continuing operations. If the registrant knows of events that will cause a material change in the relationship between costs and revenues (such as known future increases in costs of labor or materials or price increases or inventory adjustments), the change in the relationship shall be disclosed”.

A ABRASCA solicita esclarecimento sobre a definição de “*operações de financiamento não evidenciadas nas demonstrações financeiras*”. Em sua opinião, não há cabimento para tal exigência, uma vez que todas as operações de financiamento relevantes devem constar das demonstrações financeiras do emissor.

Para auxiliar o entendimento da expressão “*itens não evidenciados nas demonstrações financeiras*”, a nova redação cita alguns exemplos nos subitens do item 10.10 “a”.

Em relação ao item 10.9 “d”, o IBRACON indaga qual seria a diferença entre os “*eventos estranhos à atividade do emissor*” mencionados nesse item e os “*eventos extraordinários*” a que se refere o item 10.5 “b”. Em sentido semelhante, a ABRASCA pergunta qual é o motivo de o item 10.9 “d” estar previsto no item que cuida especificamente das perspectivas comerciais do emissor.

As sugestões e indagações são pertinentes e tal aspecto foi corrigido na nova redação.

13.9 Item 10.10 (atual 10.2 e 10.4)



ABRASCA, ANBID e Souza, Cescon Advogados sugerem que as informações sobre fatos, fatores internos e externos, tendências e condições de mercado sejam de divulgação facultativa, uma vez que envolvem projeções e estimativas que, de acordo com a regra geral estabelecida na Minuta, são de divulgação opcional.

Em particular, a ABRASCA argumenta que fatos e dados incertos devem ser divulgados a critério da administração quando houver suporte suficiente. Alega que os administradores deveriam apenas comentar os fatos, fatores internos e externos, tendências e condições de mercado que afetam o emissor com relação ao passado e ao momento presente, e não sobre fatos incertos de alta imprevisibilidade. Caso tal sugestão seja acolhida, propõe então que o item 10.10 seja consolidado com os itens 10.3 e 10.4.

A elaboração de comentários sobre fatos, fatores internos e externos, tendências e condições de mercado não se confunde com a divulgação de projeções. As projeções são estimativas de boa-fé sobre a performance futura do emissor. O item 10.10 tem foco naqueles eventos futuros, certos ou incertos, e nas tendências já conhecidas pela administração que podem influir no desenvolvimento dos negócios do emissor, com relação a preços, custos, desenvolvimento de mercados, dentre outros aspectos relevantes. A CVM acredita que esses comentários são muito importantes, pois permitem que os investidores enxerguem a situação do emissor pela perspectiva dos administradores. Em particular, eles são relevantes para que os investidores possam avaliar se o fluxo de caixa e a rentabilidade do emissor, tal como evidenciados nas demonstrações financeiras dos exercícios anteriores, tendem a se manter, a melhorar ou a piorar no futuro.

Além disso, trata-se de informação recomendada pelas entidades internacionais especializadas em mercados de valores mobiliários, conforme demonstra o documento divulgado pela IOSCO, em 1998, sobre **International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers**. Finalmente, tal informação é usualmente exigida por órgãos reguladores estrangeiros, como se vê na **Regulation SK**, em vigor nos Estados Unidos, e no **Commission Regulation No. 809/2004** que implementa a Diretiva 2003/71/EC, em vigor na União Europeia.

Por essas razões, a CVM entende que é importante que tais comentários sejam



obrigatoriamente fornecidos pelos administradores. No entanto, a CVM concorda com os participantes que a redação original era inadequada e a reformulou.

13.10 Item 10.11 (atual 10.12)

Natura, TELESP e Vivo sugerem a exclusão do item 10.11, referente à divulgação de informações sobre o plano de negócios do emissor. Em sua opinião, as informações solicitadas são altamente confidenciais e a sua divulgação pode representar um risco aos negócios da companhia. Em alternativa, a Natura propõe que sejam estabelecidos “*padrões mínimos que preservem aspectos estratégicos e permitam a comparabilidade com os demais emissores*”.

Em relação especificamente aos itens 10.11 “a”, “ii” (“*distribuição geográfica dos investimentos*”), 10.11 “a”, “vi” (“*produtos e serviços que o emissor pretenda retirar do mercado e a razão para isso*”), 10.11 “b” (“*possível aquisição de plantas e equipamentos, patentes*” etc.) e 10.11 “c” (“*novos produtos e serviços*”), a ABRASCA sugere sua supressão. Argumenta que as informações ali exigidas possuem natureza altamente confidencial, cuja divulgação poderia inclusive colocar em risco sua capacidade concorrencial.

A APIMEC sugere que o item 10.11 “b” não seja de preenchimento obrigatório, pois poderia criar expectativas no mercado em relação a uma compra que pode não se concretizar. Ademais, argumenta que o fato de a aquisição se tornar pública antes de sua efetivação pode dificultar as negociações.

A ANBID sugere que a divulgação das informações previstas nos itens 10.11 “c”, “i” (“*descrição das pesquisas em andamento*”) e 10.11 “c”, “iii” (“*projetos em desenvolvimento*”), seja facultativa. Em sua opinião, a divulgação dos valores envolvidos em pesquisas é importante. No entanto, a descrição das pesquisas e dos projetos em andamento não deveria ser obrigatória, pois esses assuntos envolvem, normalmente, informações estratégicas do emissor, cuja divulgação ao público poderia acarretar prejuízos à sua situação concorrencial.



Os comentários são parcialmente pertinentes. A CVM revisitou item por item e eliminou informações que entendia potencialmente estratégicas, tais como a indicação da distribuição geográfica e por ramo de atividade dos investimentos. A CVM também determinou que certas informações só fossem mencionadas no formulário de referência caso já tivessem sido divulgadas ao mercado, tais como a aquisição de plantas, equipamentos, patentes e outros ativos que devam influenciar materialmente a capacidade produtiva do emissor, bem como a descrição de pesquisas em andamento e projetos em desenvolvimento.

A CVM entende que a nova redação atende às preocupações dos participantes.

A ABRASCA sugere, ainda, a exclusão dos itens 10.11 “a”, “iv” (“*meio de financiamento dos investimentos*”) e 10.11 “c”, “ii” (“*montantes gastos pelo emissor em pesquisas para desenvolvimento de novos produtos e serviços*”), sob a alegação de que as mesmas informações já estariam cobertas pelos itens 10.3 e 10.4.

Enquanto os itens 10.3 e 10.4 tratam da divulgação de comentários gerais sobre a liquidez e as fontes de financiamento do emissor, os itens 10.11 “a”, “iv” e 10.11 “c”, “ii”, se referem especificamente ao plano de investimentos do emissor. São informações relevantes para os investidores que não necessariamente seriam divulgadas nos itens 10.3 e 10.4. Por essa razão, a CVM entende ser importante manter os itens 10.11 “a”, “iv” e 10.11 “c”, “ii”.

Em relação ao item 10.11 “a”, “iii”, o IBRACON sugere que se compatibilize o conceito de “*ramo de atividade*” com o de “*segmento operacional*” previsto no IFRS 8 “Segmentação”, que será editado em um futuro próximo pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC no Brasil.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

A ABRASCA sugere alterar a redação do item 10.11 “c”, “iv”, que trata da divulgação dos “*montantes gastos pelo emissor no desenvolvimento de novos produtos ou serviços*”. Em sua opinião, para se preservar o sigilo de informações estratégicas do



emissor, seria conveniente que somente os montantes globais dos gastos no desenvolvimento de produtos e serviços fossem divulgados, sendo desnecessário discriminar a quantia despendida em cada produto e/ou serviço novo.

Para dissipar quaisquer dúvidas, a redação do item foi alterada passando a constar expressamente que somente os valores totais devem ser divulgados.

13.11 10.12 (atual 10.7)

ABRASCA e Souza, Cescon Advogados sugerem a exclusão do item 10.12, que manda os administradores indicarem e comentarem políticas contábeis críticas adotadas pelo emissor. Alegam que essas informações já estão cobertas pelas notas explicativas apresentadas nas demonstrações financeiras do emissor.

Os comentários dos diretores têm a função de fornecer ao investidor uma visão geral dos negócios do emissor sob a ótica da diretoria. Por isso, as informações pedidas nessa seção não devem ser uma mera descrição ou repetição de informações que já estejam disponíveis em outras seções do formulário de referência ou nas demonstrações financeiras do emissor. O objetivo é fornecer explicações que sejam úteis para uma melhor compreensão acerca das demonstrações financeiras. Sendo assim, os comentários dos diretores devem acrescentar as análises e explicações sobre as práticas contábeis. Por essa razão, a redação original foi mantida.

14. Seção 11 - Projeções

Natura e Souza, Cescon Advogados sugerem que o formulário de referência mencione expressamente que a divulgação de projeções e estimativas é facultativa, a fim de evitar interpretações equivocadas.

O caráter facultativo da divulgação de projeções e estimativas já está devidamente explícito no art. 21 da Minuta. Por isso, a redação original foi mantida.

15. Seção 12 - Assembleia geral e administração



15.1 Item 12.1

A ANBID sugere a exclusão dos itens 12.1 “b” e 12.1 “d”, que determinam a divulgação dos “*mecanismos de avaliação de desempenho de cada órgão e comitê, se houver*” e dos “*mecanismos de avaliação de desempenho dos membros da diretoria, se houver*”, respectivamente. Em sua opinião, essas informações já estão contempladas na seção sobre remuneração dos administradores.

A ANBID parte do pressuposto de que toda avaliação de desempenho dos órgãos de administração está necessariamente refletida na remuneração dos administradores. A CVM entende que, embora muitas das métricas de desempenho possam estar refletidas na remuneração, podem existir métodos de avaliação que não influenciem diretamente a determinação dos salários dos administradores.

Por outro lado, não é desejável que existam informações repetidas no formulário de referência. Por isso, caso existam informações relevantes relativas aos mecanismos de avaliação de desempenho que o emissor julgue que precisem ser descritas nas seções 12 e 13, o emissor pode, ao invés de reproduzi-las, fazer referência em uma das seções às informações constantes da outra.

Com relação ao item 12.1 “d” (atual item 12.1 “e”), o IBGC propõe a inclusão de mecanismos de avaliação de desempenho dos membros do conselho de administração, se houver.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

15.2 Item 12.2

A AMEC sugeriu alterar a redação do item 12.2 “f”, pois entende que o emissor não pode impedir o uso da procuração eletrônica, se esta for admitida de acordo com as regras de certificação digital vigentes.



A questão apontada pela AMEC foi apreciada em consulta formulada à CVM no processo RJ-2008-1794. Nessa ocasião, o Colegiado decidiu que não há óbice jurídico à admissão de procuração outorgada por meio eletrônico para o exercício do direito de voto em assembleia. Entretanto, trata-se de uma opção do emissor, que pode ou não aceitar tais procurações.

O formulário de referência não estabelece regras a respeito da matéria, determina simplesmente que as informações a respeito do assunto sejam divulgadas, porque é importante que os investidores saibam previamente às assembleias sobre a possibilidade de voto eletrônico ou sobre a existência de requisitos a serem cumpridos para representação em assembleia.

Cabe notar ainda que o comentário da AMEC será discutido no âmbito da Audiência Pública SDM nº 02/09, que trata especificamente do pedido público de procurações para exercício do direito de voto em assembleias gerais. Por esses motivos, a redação original foi mantida.

15.3 Item 12.6

ANBID e TELESP sugerem a exclusão dos comitês não estatutários do escopo do item 12.6. A TELESP argumenta que grandes companhias costumam ter estruturas organizacionais complexas com diversos comitês internos, alguns dos quais têm natureza transitória ou temporária para cuidar de assuntos pontuais.

O comentário é pertinente. Os comitês são estruturas frequentemente utilizadas na organização de empresas, mas não são objeto de qualquer regulação no direito brasileiro, assim podem servir aos mais diversos propósitos e tomar inúmeras formas e composições. Solicitar informações sobre comitês sem minimamente defini-los pode gerar a indesejável prestação de informações irrelevantes, bem como dar margem para que informações relevantes sobre estruturas organizacionais importantes que adotem outros nomes ou formas diferentes de comitês deixem de ser divulgadas para o investidor.

Assim, para atender à sugestão da ANBID e TELESP, bem como assegurar a



divulgação de informações sobre estruturas organizacionais que decidem assuntos importantes para o emissor, duas medidas foram tomadas.

Primeiro, reformulou-se o item 12.6 que passa a exigir informações somente sobre administradores e membros do conselho fiscal.

No entanto, um novo item foi criado pedindo que o emissor forneça as informações mencionadas no item 12.6 em relação aos membros dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração ou estruturas organizacionais assemelhadas, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários.

Essa solução procura equilibrar o interesse de manter o emissor livre para instituir o número de comitês que entender adequado, sem pesar sobre tais estruturas qualquer obrigação de divulgação, bem como o interesse do investidor de ter informações sobre a composição de comitês que decidam sobre assuntos-chave para o emissor, como os comitês de auditoria e financeiro.

A RiskMetrics sugere a inclusão de uma nova alínea no item 12.6 para identificar a independência ou não do administrador.

Embora o Regulamento do Novo Mercado da Bovespa adote um conceito de “conselheiro independente”, e tal conceito tenha sido utilizado pela CVM em algumas oportunidades, a CVM ainda não enfrentou o debate sobre qual conceito de administrador independente seria apropriado para a sua regulação. Assim, pedir a divulgação de quais conselheiros são independentes e quais não são poderia causar inúmeras dúvidas nos emissores de valores mobiliários.

Não obstante, o formulário de referência requer diversas informações que são úteis para o investidor identificar o grau de independência dos administradores. Por exemplo, os itens 12.6 “i” e 12.6 “j”, exigem a divulgação dos outros cargos ou funções exercidos no emissor pelo indivíduo, e ainda se ele foi eleito pelo controlador. Na mesma linha, os itens 12.7 (atual item 12.8), 12.8 (atual item 12.9) e 12.9 (atual item 12.10) exigem outras informações – cargos e funções ocupados no grupo econômico do emissor, relações de



parentesco, relações com fornecedores, clientes, devedores ou credores do emissor ou de outras sociedades do grupo econômico do emissor –, as quais também revelam aspectos importantes quanto à independência do administrador. A CVM entende que estes níveis de divulgação são suficientes para o presente momento.

Pelas razões expostas, o texto original foi mantido.

A RiskMetrics sugere que a redação do item 12.6 “j”, seja alterada de “*indicação se foi eleito pelo controlador ou não*” para “*indicação da parte responsável pela eleição*”. Em sua opinião, a nova redação permitiria saber se o administrador foi eleito pelo controlador, pelos minoritários detentores de ações ordinárias, pelos minoritários detentores de ações preferenciais ou por empregados da empresa.

Na discussão sobre a proposta, a CVM não conseguiu vislumbrar outras hipóteses que não aquelas elencadas pela RiskMetrics e não se chegou a conclusão se tais hipóteses seriam exaustivas ou não. Assim, optou-se por manter um critério simples de separação entre administradores eleitos e não eleitos pelo controlador.

15.4 Item 12.7

O IBGC sugere estender o item 12.7 aos membros do conselho fiscal, caso o órgão esteja em funcionamento.

O comentário é pertinente e está refletido no formulário.

ABRASCA, Bocater, Camargo Advogados, Souza, Cescon Advogados e TELESP propõem a alteração do item 12.7 “b”, “i” (atual item 12.8 “b”, “i”) de modo que sejam exigidas informações apenas sobre as condenações criminais transitadas em julgado em que o administrador tenha sido réu. Alegam que a divulgação de informações sobre processos penais ainda em curso é descomedida e viola o princípio constitucional da presunção de inocência. A TELESP argumenta, ainda, que a divulgação de tais informações poderia se prestar a discussões polêmicas desnecessárias e a pré-julgamentos que em nada



contribuiriam para o bom ambiente do mercado e que o administrador, no ato de sua investidura, já presta uma declaração de desimpedimento.

Não há violação do princípio de presunção de inocência, uma vez que a exigência de divulgação de informações sobre processos penais ainda em curso não tem por finalidade sancionar o administrador ou privá-lo de seus direitos, mas visa tão-somente a assegurar ao público investidor nível adequado de informação sobre os membros da administração do emissor. O investidor deve tomar sua decisão de investimento tendo conhecimento de qualquer elemento que contribua para avaliar os administradores e a divulgação de informações sobre decisões em processos penais pode ser um fator importante para tal decisão.

Vale notar, ainda, que, no direito brasileiro, as ações penais são, em princípio, públicas, podendo qualquer pessoa delas ter conhecimento. Sendo assim, a presente exigência da CVM tem por efeito apenas exigir que essa informação, que já é pública, seja divulgada no formulário de referência.

Adicionalmente, é importante notar que essa informação é usualmente solicitada por órgãos reguladores do mercado de capitais de outros países, como, por exemplo, nos Estados Unidos, pela **Regulation S-K**, §229.401, “f”, (2), da SEC.

A CVM, no entanto, revisitou os demais subitens do item 12.7 “b” (atual item 12.8 “b”) e reformulou o exigido em alguns aspectos.

A ANBID sugere a exclusão do item 12.7 “c” (atuais itens 12.9 e 12.10), sob o argumento de que seria inviável para os emissores, especialmente companhias de grande porte do varejo e instituições financeiras, cumprir o comando. Para a ANBID, é impossível que o emissor tenha conhecimento de todas as relações relevantes mantidas pelo administrador com os fornecedores, clientes, devedores ou credores do emissor ou de suas controladas, ou com controladores ou controladas de alguma dessas pessoas.

O item 12.7 “c” (atuais itens 12.9 e 12.10) foi revisitado e reorganizado para uniformizá-lo com as atuais normas contábeis a respeito de divulgações sobre partes



relacionadas. Tais regras estão alinhadas com padrões internacionais. Em certa medida, as normas contábeis são mais abrangentes que o exigido pelo formulário, porque pedem informações não somente sobre os administradores, mas também sobre todo o pessoal-chave da administração do emissor. Desta forma, os emissores não terão que fazer levantamentos adicionais aos que já estarão obrigados a fazer por conta das regras contábeis.

15.5 Item 12.8 (atual 12.9)

O Machado, Meyer Advogados sugere que o termo “*relação de parentesco*” seja determinado de forma objetiva, explicitando-se, tal como na Instrução CVM nº 400, de 2003, quais são as pessoas nele englobadas.

O comentário é pertinente e, para esclarecer a questão, adotou-se o conceito de membros próximos da família de uma pessoa, conforme definido nas normas contábeis a respeito de divulgações sobre partes relacionadas. A atual redação do formulário reflete esse ajuste.

15.6 Item 12.11

TELESP e Vivo sugerem a exclusão do item 12.11, sob a alegação de que a contratação de seguros envolve informações e situações sigilosas, de caráter estratégico para a companhia, não sendo do interesse desta, nem de seus acionistas, que tais informações sejam transmitidas ao público em geral.

Primeiramente, é importante notar que outros reguladores exigem esse tipo de informação. Nos Estados Unidos, a **Regulation S-K**, § 229.702, exige a divulgação do “*general effect of any statute, charter provisions, by-laws, contract or other arrangements under which any controlling persons, director or officer of the registrant is insured or indemnified in any manner against liability which he may incur in his capacity as such*”. Da mesma forma, no Canadá, a divulgação de detalhes, como nome da seguradora, eventos cobertos, limites de indenização e valor do prêmio, é exigida pela **Ontario Securities Commission**.



A CVM julga que a divulgação dos detalhes desses contratos é importante porque eles podem servir como meio para os emissores e, indiretamente, seus acionistas, arcarem com indenizações que os administradores deveriam pagar por terem violado a regulamentação do mercado de capitais. Essa transferência de responsabilidade pode ter dois efeitos que merecem ser conhecidos pelo público investidor: (i) ser um desincentivo para que os administradores cumpram rigorosamente a regulamentação do mercado de valores mobiliários; e (ii) onerar o emissor com despesas que, em princípio, deveriam ser suportadas pelo administrador que causou a infração.

Pelo exposto acima, a redação original foi mantida.

16. Seção 13 - Remuneração dos administradores

16.1 Nível adequado de transparência

Uma das perguntas feitas ao mercado no Edital de Audiência Pública nº 7, de 2008, objeto do presente relatório, foi sobre o nível adequado de transparência da remuneração dos administradores. Conforme adiantava o Edital, é necessário um avanço substancial nesta matéria, pois os atuais níveis de divulgação estão muito aquém do desejado. No entanto, a CVM desejava saber a opinião do mercado sobre a conveniência e necessidade de se exigir que a informação sobre remuneração de administradores fosse prestada de maneira individualizada (por administrador) ou por órgão da administração.

33 participantes se manifestaram a respeito dessa questão. 7 participantes (APIMEC, Glass, Lewis & Co, Grebler Advogados, Luiz Araujo, Norma Parente, Renato Chaves e RiskMetrics) são favoráveis à divulgação da remuneração dos administradores de forma individualizada. 24 participantes são contra a divulgação da remuneração dos administradores de forma individualizada, dentre os quais:

- i) AMEC, ANBID, ANDIMA, BM&FBOVESPA, Henrique Beloch e outros, IBGC, IBRI, Joaquim Dias de Castro, Levy & Salomão Advogados, Machado, Meyer Advogados, Marcelo Nascimento, Natura, Souza, Cescon Advogados, TELESP e



Towers Perrin estão de acordo com a divulgação da remuneração por órgão da administração;

- ii) Bocater, Camargo Advogados, Bradespar, Melhoramentos, Gerdau e Metalúrgica Gerdau, Henrique Garcia, IBRACON e Vivo se manifestam contrariamente à divulgação individualizada, sem esclarecer se estão de acordo com a divulgação por órgão da administração; e
- iii) ABRASCA, Bradesco e Energisa defendem que a divulgação da remuneração dos administradores seja feita somente de forma global.

16.1.1 Manifestações contra a divulgação individualizada

Em linhas gerais, aqueles que se manifestaram contra a divulgação da remuneração de forma individualizada alegam que os benefícios esperados não compensam os custos gerados. Para esses participantes, existem alternativas menos onerosas que alcançariam os objetivos pretendidos pela Minuta.

Há participantes que argumentam que a divulgação de forma individualizada é desnecessária para a análise do emissor pelo investidor.³ Em particular, a ABRASCA ressalta que a medida não é relevante para avaliar o custo efetivo da administração e os objetivos da estrutura de remuneração da administração, bem como para fiscalizar a eficácia e razoabilidade dessa remuneração.

O Bocater, Camargo Advogados argumenta que a medida não é necessária tendo em vista que, ao contrário dos países onde a divulgação é feita de forma individualizada, os valores pagos aos administradores não são uma fonte de preocupação para os acionistas no Brasil, uma vez que não há no mercado brasileiro a percepção de que as companhias nacionais conferem aos administradores remuneração excessivamente elevada, em detrimento do interesse dos acionistas.

³ V. comentários de ABRASCA, AMEC, ANDIMA, Bradesco, Bradespar, Melhoramentos, Energisa, Gerdau e Metalúrgica Gerdau, IBRI, Joaquim Dias de Castro, Levy & Salomão Advogados, Marcelo Nascimento, Souza, Cescon Advogados, Telefónica e TELESP.



ABRASCA, Henrique Garcia, Natura, TELESP e Vivo argumentam que a divulgação da remuneração dos administradores de forma individualizada importaria violação do direito fundamental à intimidade e à vida privada, garantido pelo art. 5º da Constituição da República.

Muitos participantes argumentam que a divulgação de forma individualizada geraria consequências danosas e ônus excessivos para os emissores de valores mobiliários e para o mercado em geral. Para esses participantes, os efeitos nocivos são os seguintes:

- i) aumento generalizado da remuneração dos administradores, resultando em maiores custos para os emissores;⁴
- ii) agravamento do risco de seus administradores e familiares serem vítimas de crimes contra a vida e o patrimônio;⁵
- iii) os emissores enfrentariam dificuldades para atrair e reter executivos receosos da exposição de seu patrimônio;⁶
- iv) possível instabilidade nas políticas de recursos humanos e gestão das companhias abertas, já que os concorrentes teriam acesso a informações estratégicas com base nas quais poderiam aliciar seus administradores;⁷
- v) desequilíbrio concorrencial entre companhias abertas e sociedades de capital fechado que atuam em um mesmo setor da economia, uma vez que essas últimas teriam acesso a informações estratégicas sobre a política de recursos humanos e os

⁴ V. comentários da ABRASCA, Bocater, Camargo Advogados, Energisa, Gerdau e Metalúrgica Gerdau, Souza, Cescon Advogados, TELESP e Vivo.

⁵ V. comentários da ABRASCA, Bocater, Camargo Advogados, Bradesco, Gerdau, Ochman Advogados, Souza, Cescon Advogados, Telefónica, TELESP, Towers Perrin e Vivo.

⁶ V. comentários da ABRASCA, Bocater, Camargo Advogados, IBRI, Souza, Cescon Advogados, Telefónica, TELESP e Vivo.

⁷ V. comentários da ABRASCA, Energisa, Henrique Beloch e outros, e IBRI.



pacotes de remuneração das companhias abertas, sem que estivessem, contudo, obrigadas a divulgar as mesmas informações;⁸

- vi) desequilíbrio interno entre os empregados das companhias, acarretando tensões no ambiente de trabalho;⁹
- vii) o conhecimento dessas informações por sindicatos e entidades de classe poderia trazer conotações políticas a uma questão exclusivamente estratégica; e¹⁰
- viii) impacto negativo na economia brasileira, pois desestimularia o acesso de novas companhias ao mercado de capitais, propiciando, em sentido oposto, um incentivo para as atuais companhias abertas fecharem seu capital.¹¹

Finalmente, dentre os participantes que se manifestaram contrariamente à divulgação de forma individualizada, cabe destacar o comentário apresentado pela Towers Perrin. Em sua opinião, a divulgação da remuneração de forma individualizada é a mais útil para os investidores, uma vez que permite uma análise precisa e completa da política adotada pelos emissores. No entanto, a Towers Perrin acredita que o mercado brasileiro ainda não está preparado para a divulgação individualizada, tendo em vista, especialmente, os índices de criminalidade elevados registrados no país. Em sua opinião, embora não seja a forma ideal, a divulgação por órgão de administração, caso seja acompanhada de uma descrição narrativa ampla, detalhada e completa da política de remuneração adotada pelo emissor, já permitiria uma avaliação satisfatória. Vale citar: “[i]nfelizmente a divulgação somente por órgãos ou grupos deixará margem para alguns emissores que já concedem remunerações diferenciadas (mais altas) a determinados administradores sem nenhum embasamento técnico, de mercado ou alinhamento a acionistas. Mas novamente observamos que se a divulgação, mesmo que por órgão, for acompanhada de uma descrição narrativa ampla, detalhada e completa da filosofia e do desenho dos programas de remuneração adotados pelas empresas, bem como dos totais por

⁸ V. comentários de ABRASCA, ANBID, Bocater, Camargo Advogados, Melhoramentos, IBRI, TELESP e Vivo.

⁹ V. comentários da ABRASCA, Gerdau e Metalúrgica Gerdau, Henrique Beloch e outros.

¹⁰ V. comentários da ABRASCA, Gerdau e Metalúrgica Gerdau.

¹¹ V. comentários da ABRASCA, TELESP e Vivo.



elementos/componentes de remuneração e por grupos, os acionistas poderão avaliar de forma geral o grau de risco e alinhamento das estratégias adotadas, (...)".

16.1.2 Manifestações a favor da divulgação individualizada

Em contrapartida, APIMEC, Glass, Lewis & Co, Grebler Advogados, Luiz Araujo, Norma Parente, Renato Chaves e RiskMetrics se manifestam favoravelmente à divulgação da remuneração dos administradores de forma individualizada. Argumentam, em linhas gerais, que essa forma de divulgação é a única que fornece, efetivamente, todas as informações relevantes, de forma completa e precisa, permitindo a análise adequada da política de remuneração adotada pelo emissor. Afirmam que a divulgação segregada por órgão, com informação individual apenas da remuneração dos três administradores mais bem pagos não seria suficiente porque somente a divulgação de forma individualizada permitiria:

- i) identificar corretamente os objetivos e a estrutura da remuneração dos administradores;
- ii) analisar a relação entre remuneração e desempenho do emissor;
- iii) avaliar a relação entre o custo incorrido com a remuneração e o desempenho dos administradores;
- iv) avaliar o impacto da forma de remuneração sobre a independência dos membros do conselho de administração;
- v) comparar, sem distorções, as políticas de remuneração das companhias;
- vi) identificar e compreender as diferenças nas remunerações dos membros de um mesmo órgão do emissor; e
- vii) entender as razões que levam a um rodízio excessivo em determinada posição ou a perda de profissionais em posições estratégicas no emissor.



Em relação ao argumento de que a divulgação de forma individualizada elevaria os riscos de insegurança dos administradores e de seus familiares, Grebler Advogados, Luiz Araujo, Norma Parente, Renato Chaves e RiskMetrics respondem que a questão não deve ser sobrevalorizada. RiskMetrics afirma que não se observou o aumento das taxas de criminalidade nos países que passaram a exigir a divulgação de forma individualizada, nem mesmo na África do Sul que, assim como o Brasil, enfrenta problemas de segurança pública.

Além disso, Grebler Associados, Norma Parente e Renato Chaves alegam que, mesmo que a divulgação de forma individualizada não seja determinada pela CVM, os administradores das companhias abertas já estão expostos a riscos consideráveis de segurança, tendo em vista que sua renda pode ser, em muitos casos, estimada a partir de dados disponíveis nas demonstrações financeiras do emissor ou com base em sinais exteriores de riqueza.

Contra o argumento de que não se costuma divulgar no Brasil informações relativas ao patrimônio e à renda dos indivíduos com naturalidade, Grebler Advogados e Norma Parente ressaltam que o aspecto cultural do debate não deve se superestimado. Segundo Norma Parente, padrões culturais não são imutáveis e aqueles que já não atendem aos anseios da coletividade devem ser superados, sob pena de estagnação da sociedade. Ao analisar o peso que o aspecto cultural tem atualmente no Brasil, a Towers Perrin diz que “*nos últimos anos, em razão do grande número de aberturas de capital no Brasil, o patrimônio individual dos controladores de algumas destas empresas vem sendo amplamente divulgado pela mídia, inclusive com anuência de alguns destes. Isto poderia sinalizar uma mudança de comportamento*”.

Grebler Advogados e Norma Parente também contestam o argumento de que a divulgação de forma individualizada acarretaria um aumento generalizado da remuneração dos administradores, resultando em um aumento significativo dos custos dos emissores. Alegam que tais estimativas são meramente hipotéticas, uma vez que muitos outros fatores podem influir nos valores praticados no mercado para a remuneração de administradores.



Para a APIMEC seria importante que, caso não seja mantida a individualização da remuneração, a divulgação da remuneração individual dos três mais bem remunerados administradores fosse exigida.

16.1.3 Propostas sobre nível de transparência

Divulgação global nos moldes do Pronunciamento Técnico CPC 5

ABRASCA, Bradesco e Energisa consideram que a melhor forma de divulgar informações referentes à remuneração dos administradores seja a global. Assim, informações sobre política de remuneração, espécies de benefícios, planos de remuneração baseados em ações, dentre outras previstas no formulário, tomariam por base o conjunto dos administradores do emissor. Argumentam que esse nível de divulgação está alinhado com o novo padrão contábil estabelecido no Pronunciamento Técnico CPC 5, de 11 de dezembro de 2008. Além disso, em sua opinião, esta forma de divulgação já promoveria um grande avanço em termos de transparência, uma vez que, em relação ao modelo atual, ofereceria um maior detalhamento acerca das diversas espécies de remuneração utilizadas pelos emissores.

Divulgação somente da remuneração variável

A proposta apresenta por Ochman Advogados se destaca das demais. Em sua opinião, algumas das informações relativas à remuneração dos administradores devem ser divulgadas ao público por meio do formulário de referência ao passo que outras são interesse exclusivo dos acionistas. Nesse sentido, a divulgação dos itens 13.5 a 13.9, referentes à remuneração baseada em ações, seria adequada. No entanto, informações relativas à parte fixa da remuneração, planos de previdência, seguros, opções de antecipação de aposentadorias, não deveriam figurar no formulário, pois sua divulgação ao público em geral ensejaria a indevida exposição da vida dos administradores. Tais informações deveriam se destinar exclusivamente aos acionistas do emissor. O Ochman Advogados sugere que a CVM edite regulamentação específica sobre o art. 157, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, que trata da prestação de informações pelos administradores aos acionistas nas assembleias gerais. Por meio de instrução, a CVM detalharia as informações



que devem ser prestadas bem como reduziria o percentual de 5% previsto no dispositivo, de modo a facilitar a solicitação dessas informações por parte dos acionistas minoritários¹². Ainda de acordo com a proposta, para assegurar seu caráter sigiloso, tais informações não constariam da ata de assembleia e os acionistas que as solicitassem deveriam assinar um termo de confidencialidade perante a companhia e seus administradores.

Segregação por órgão

Muitos participantes defendem a divulgação da remuneração dos administradores segregada por órgão de administração, com o detalhamento sobre as diversas parcelas que compõem a remuneração (fixo, bônus, variável, plano de opção, etc.) e a descrição da política de remuneração (premissas, objetivos, parâmetros, etc.)¹³. Esses participantes, em linhas gerais, argumentam que essa forma de divulgação seria suficiente para permitir uma adequada avaliação da política de remuneração dos administradores, mas sem expor a renda e o patrimônio dos membros da administração do emissor.

O mercado de valores mobiliários brasileiro cresceu significativamente nos últimos anos, atraindo investidores nacionais e estrangeiros, importantes intermediários, e uma gama cada vez maior de emissores. Embora existam inúmeras razões para este fenômeno, é inegável que o desenvolvimento e o contínuo aperfeiçoamento do arcabouço regulatório, tornando-o mais moderno e sólido, além de compatível com os padrões adotados por economias mais maduras que a brasileira, por meio da regulação e da autorregulação, tem sido peça fundamental para esse crescimento consistente.

As melhores práticas internacionais ditam que se deve buscar nível elevado de

¹² “Art. 157 (...) § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.”

¹³ V. comentários AMEC, ANBID e ANDIMA, BM&FBOVESPA, Melhoramentos, Henrique Beloch e outros, IBRI, Joaquim Dias de Castro, Levy & Salomão Advogados, Machado, Meyer Advogados, Marcelo Nascimento, Natura, Souza, Cescon Advogados, Telefónica, TELESP e Towers Perrin.



transparência nas informações sobre remuneração e programas de incentivos dos administradores¹⁴. Países como a França, a África do Sul e os Estados Unidos exigem que tais informações sejam prestadas individualmente. Alcançar os padrões internacionais de transparência, inclusive em relação à divulgação da remuneração dos administradores, é processo inexorável para qualquer país que deseje desenvolver um mercado de valores mobiliários robusto. E, por isso, a CVM acredita que o debate sobre os níveis de transparência da remuneração dos administradores não se encerra com esta audiência pública.

No entanto, assim como acontece com outras reformas que a CVM tem implementado, um avanço gradativo é muitas vezes justificado. Atualmente, a informação pública a respeito da remuneração dos administradores é bastante parca. Na audiência agora encerrada, a CVM entendeu conveniente perguntar ao mercado, usuário em última instância das informações a serem divulgadas, sobre qual seria o nível de transparência desejável e compatível com os ônus que necessariamente geraria.

Poucos manifestantes apoiaram a proposta de divulgação individual incondicionalmente. Mesmo alguns dos que defendem que a forma de divulgação individualizada é, em tese, a melhor, entendem que talvez ainda não seja o momento de exigi-la no Brasil. A maior parte dos participantes entendeu que a divulgação individual causaria, neste momento, mais ônus que benefícios.

É importante destacar, sobretudo, que a quase totalidade das entidades representativas que se manifestaram afirmou que a divulgação de informações sobre remuneração de cada administrador seria desnecessária para o acompanhamento dos emissores e, mesmo, para a avaliação de suas políticas e práticas de remuneração. Dessa forma, ficou respondida a principal questão que a CVM pretendia esclarecer, neste aspecto, por meio da discussão pública do assunto, ou seja, quanto à relevância atribuída à divulgação dos montantes individuais pelos destinatários das informações. E a resposta foi forte o suficiente para que a autarquia se decidisse pelo formato final que agora é

¹⁴ *Corporate Governance in Emerging Markets – Report from Emerging Markets Committee of the IOSCO*, Dezembro de 2007.



apresentado.

Pelos motivos expostos, a CVM decidiu que o formulário de referência exigirá a informação quantitativa sobre a remuneração dos administradores agrupada por órgão. De outro lado, novas exigências deverão assegurar que a informação disponível seja suficiente e relevante para a análise do investidor. Não só a CVM reviu e aprimorou as informações qualitativas solicitadas sobre a política de remuneração e seus objetivos, mas também exigiu que dados que permitam identificar distorções quantitativas sejam divulgados. Assim, o emissor terá que revelar, em relação a cada órgão, mas sem identificar o administrador, o valor da maior remuneração individual, da menor remuneração individual e o valor médio da remuneração individual.

A nova redação da seção sobre remuneração do formulário de referência dá um passo muito significativo para o melhor entendimento das estratégias da política de remuneração e deixa claro o valor total da despesa, por órgão, que essa política representa. A CVM está certa de que este nível de transparência vai induzir o mercado a um debate sobre as políticas de remuneração, bem como suprir investidores com subsídios necessários para formularem questionamentos a emissões que adotem práticas menos sólidas que as desejáveis. Este debate será saudável e tende a melhorar as práticas de remuneração.

16.1.4 Propostas sobre identificadores de discrepâncias

AMEC e IBGC sugerem que sejam divulgados os valores da maior, da menor e da média das remunerações pagas aos membros de cada órgão.

Marcelo Nascimento propõe a inclusão de indicadores que permitam avaliar o grau de dispersão das remunerações dentro de um mesmo órgão. Esses indicadores permitiriam identificar a existência de diferenças nas remunerações concedidas aos membros de um mesmo órgão, sem obrigar, todavia, a divulgação individualizada dos valores.

A CVM acredita que meios de identificar discrepâncias entre os salários pagos a membros de um mesmo órgão são desejáveis. Por isso, aceitou a sugestão de divulgar os



valores da maior, da menor e da média das remunerações pagas aos membros de cada órgão. A CVM entende que esta informação é suficiente para identificar discrepâncias.

A ANBID sugere que o emissor informe, tanto para grupo dos diretores, como para o grupo dos conselheiros, o valor da remuneração global que foi paga para partes relacionadas ao grupo de controle, considerando para esse fim familiares até o 3º grau.

A sugestão é pertinente e está refletida no item 13.13.

16.2 Abrangência

16.2.1 Executivos não estatutários e membros do conselho fiscal

Conselho fiscal

A ABRASCA sugere a exclusão do item 13 de qualquer exigência de informação sobre a remuneração dos membros do conselho fiscal do emissor. Alega que tal informação não teria utilidade para o investidor, tendo em vista que o conselho fiscal não é órgão permanente do emissor e que a remuneração de seus membros já é divulgada ao mercado por ocasião de sua eleição em assembleia geral.

A CVM entende que não seria um custo adicional ou haveria qualquer outro prejuízo em se divulgar a remuneração no conselho fiscal junto com os administradores do emissor. Por essa razão, o comando foi mantido.

Comitês e executivos não estatutários

A ABRASCA propõe a exclusão nos itens 13.1, 13.2, 13.3 e 13.5 de qualquer exigência de informação sobre a remuneração dos membros dos comitês do emissor, também sob o argumento de que tal informação não teria utilidade para o investidor. Alega que os membros dos comitês ocupam apenas posições de gestão interna, sem poderes de representação do emissor.



ANDIMA, ANBID, IBRI, Levy & Salomão Advogados, TELESP e Vivo sugerem a exclusão de qualquer exigência referente aos comitês não estatutários. Argumentam que é muito comum os emissores criarem inúmeros comitês e subcomitês para discussão de diversos assuntos transitórios ou pontuais de seu cotidiano.

A preocupação dos participantes é bastante pertinente. Para evitar que os emissores tenham que divulgar informações sobre inúmeras estruturas organizacionais que não são relevantes, a CVM decidiu limitar as informações quantitativas aos órgãos de administração previstos em lei (conselho de administração e diretoria) e ao conselho fiscal. Em relação à informação qualitativa, a CVM entendeu que seria importante manter a divulgação sobre os comitês estatutários e certos comitês ou estruturas assemelhadas, ainda que não estejam previstos no estatuto, que são, em geral, bastante importantes para o emissor, por participarem do processo de decisão dos órgãos de administração. Assim, há notas nos itens relevantes esclarecendo que as informações solicitadas devem abranger comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, bem como estruturas organizacionais assemelhadas, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários, desde que tais comitês ou estruturas participem do processo de decisão dos órgãos de administração ou de gestão do emissor como consultores ou fiscais.

A ANBID lembra que, para se evitar cômputo em duplicidade, devem ser abatidos do valor da remuneração dos membros dos comitês os valores de eventuais remunerações que eles recebam por serem membros de órgão de administração ou empregados do emissor.

Tendo em vista a decisão de não pedir informações quantitativas a respeito da remuneração dos membros de comitês, o comentário da ANBID perdeu o objeto.

A Natura sugere que a divulgação inclua “*executivos não estatutários cuja remuneração represente parte significativa das despesas administrativas do emissor relacionados a recursos humanos*”. Alega que “*não raro executivos não estatutários são também diretamente responsáveis pela gestão dos negócios*”.

A CVM concorda com a Natura que alguns executivos não estatutários podem ter



remuneração bastante significativa. No entanto, decidiu não aceitar a sugestão por duas razões. Primeiro, porque entende que a informação sobre a remuneração dos altos executivos estará indiretamente contida na política de recursos humanos do emissor contida no formulário. A segunda é para não imputar maiores ônus na elaboração do formulário de referência.

16.2.2 Grupo econômico

Gerdau e Metalúrgica Gerdau sugerem a exclusão do item 13 de qualquer exigência de informação sobre a remuneração paga por sociedade controladora, direta ou indireta, coligada, controlada ou sob controle comum com o emissor. Em sua opinião, as informações exigidas deveriam restringir-se à remuneração paga pelo próprio emissor.

A ABRASCA sugere a exclusão de qualquer exigência de informação sobre a remuneração paga por sociedade controladora, direta ou indireta, coligada ou sob controle comum com o emissor, sob o argumento de que tais informações não têm qualquer pertinência ou relação com o custo da administração para os emissores e, consequentemente, não são relevantes para o investidor. Em sua opinião, as informações exigidas deveriam restringir-se à remuneração paga pelo próprio emissor e suas controladas. A ABRASCA sugere, ainda, a exclusão do item 13 de qualquer menção ao termo “grupo econômico”. Alega que tal conceito não possui definição legal e, por isso, muitas dúvidas surgiram sobre a abrangência das informações solicitadas no formulário de referência.

A ANBID sugere que seja excluída qualquer exigência de informação sobre a remuneração paga diretamente pelo controlador do emissor. Em sua opinião, tal exigência não se justifica, uma vez que estão sendo utilizados recursos do próprio controlador, e não do emissor.

Por sua vez, AMEC e IBGC são favoráveis à inclusão de informações relativas à remuneração conferida aos administradores pelo emissor e por outras sociedades integrantes do mesmo grupo econômico.



Os comentários são parcialmente pertinentes. A CVM revisitou a proposta e excluiu as informações sobre remuneração paga por sociedades coligadas ou pertencentes ao mesmo grupo econômico. No entanto, a CVM entende que é importante manter a divulgação sobre remuneração paga por controladores, diretos ou indiretos, e controladas, para que o usuário das informações consiga identificar estruturas de remuneração que possam deixar os interesses dos administradores mais alinhados aos interesses dos controladores do emissor que aos do próprio emissor, ou ainda estruturas em que parte da remuneração dos administradores seja paga pelas sociedades controladas.

16.2.3 Informações anteriores a 2010

O item 13 exige, em relação aos 3 últimos exercícios, a divulgação de diversas informações que não são atualmente divulgadas pelos emissores. A esse respeito, a ABRASCA pondera que a regulamentação não deve retroagir para alcançar exercícios anteriores à vigência da nova instrução. Nessa linha, sugere que as novas informações, que já não estejam disponíveis atualmente, sejam divulgadas considerando 2010 como o primeiro exercício válido.

A questão suscitada pela ABRASCA não se aplica exclusivamente à seção 13 do formulário. Em diversas matérias, há avanços significativos e todas elas deverão seguir o mesmo critério. A CVM analisará regras de transição, na medida que elas sejam necessárias, quando estiver examinando os comentários à instrução.

16.3 Informações qualitativas sobre a remuneração (itens 13.1 e 13.11)

Apresentação das informações

O item 13.1 da Minuta pedia que os emissores descrevessem “*a política de remuneração da diretoria, do conselho de administração, do conselho fiscal e de comitês administrativos, estatutários ou não, relativa aos 3 últimos exercícios, bem como o plano de remuneração previsto ou estimado para o exercício social em curso, indicando salário base, bônus, remuneração baseada em ações ou quotas do emissor ou empresas que façam parte do mesmo grupo econômico, planos de previdência privada, opções de antecipação*



de aposentadoria ou resgate de benefícios". Já o item 13.11 pedia que fossem comentados os objetivos do programa de remuneração adotado pelo emissor, a composição da remuneração e as razões que justificam a composição e a alocação de cada item da remuneração, como a remuneração é estruturada para refletir a evolução dos indicadores de desempenho do emissor, entre outros aspectos qualitativos.

A Towers Perrin sugere que todas as informações descritivas e qualitativas sejam prestadas no início da seção 13, aglutinando vários itens da seção, em especial o 13.1 e o 13.11, e, na sequência, as informações quantitativas sejam apresentadas. Em sua opinião, essa forma de apresentação seria mais adequada, pois o leitor teria uma descrição da filosofia de remuneração do emissor que o ajudaria a compreender os dados numéricos apresentados em seguida. A Towers Perrin sugere que o item 13.1 contenha:

- i) os objetivos, diretrizes e premissas adotadas pela empresa no desenvolvimento de sua filosofia/estratégia global de remuneração dos administradores;
- ii) os elementos que compõem a remuneração total (no caso de diretores executivos, tipicamente honorários fixos, benefícios, incentivos de curto prazo/bônus anual e incentivos de longo prazo) e o objetivo de cada elemento;
- iii) o peso de cada componente sobre a remuneração total, diferenciando essa composição conforme existam níveis de remuneração diferenciados dentro de um mesmo órgão;
- iv) as diferenças existentes na estratégia/filosofia entre níveis de cargos ou áreas dentro de um mesmo órgão (exemplo: área de negócios versus área de apoio) e as justificativas dessas diferenças;
- v) o nível de competitividade da remuneração total e de cada elemento que compõe a remuneração em face das práticas de mercado (retratadas em estatísticas de pesquisas salariais);



- vi) o porte das empresas consideradas nas pesquisas salariais (o que permitiria avaliar se o emissor está se baseando na remuneração de companhias similares ao seu porte);
- vii) como o desempenho do emissor e o desempenho individual são refletidos na remuneração dos administradores;
- viii) descrição dos aspectos específicos do negócio ou setor de atuação que tenham influência sobre a estratégia de remuneração adotada pelo emissor; e
- ix) comentários sobre a relação entre os resultados do emissor e os níveis de remuneração praticados.

Adicionalmente, a Towers Perrin sugere que o novo item 13.1 tenha campos específicos destinados à descrição da política referente a cada um dos principais componentes da remuneração.

O IBGC, em linha com a proposta da Towers Perrin, sugere que sejam divulgadas as regras inerentes às políticas de remuneração e benefício, incluindo os eventuais incentivos de longo prazo pagos em ações. Em sua opinião, a composição da remuneração deveria conter a discriminação da participação (porcentagem) de cada componente.

Os itens que continham descrições qualitativas sobre a remuneração dos administradores foram aglutinados no item 13.1, que trata da política de remuneração de maneira geral, e no atual 13.4, que trata do plano de remuneração com base em ações. As informações solicitadas foram revisitadas e alteradas para refletir os comentários dos participantes.

A remuneração fixa

Em relação aos honorários fixos, a Towers Perrin sugere que seja indicada a metodologia de ajuste (inflação, desempenho individual, pesquisas de mercado, combinação destes, etc.). Caso a remuneração fixa seja baseada no desempenho individual,



devem então ser informados os critérios adotados e a porcentagem de aumento que foi aplicada nos 3 últimos exercícios.

O comentário é pertinente e está refletido no formulário.

Os benefícios

A respeito dos benefícios, a Towers Perrin sugere uma descrição dos principais parâmetros de cada um dos benefícios oferecidos (plano médico e odontológico, **check-up** médico, seguro de vida, previdência privada e automóvel da empresa, gastos com educação do próprio e de dependentes, etc.).

A CVM entendeu que seria excessivo exigir que todos os emissores divulgassem parâmetros para determinação de benefícios.

A remuneração variável

No que tange à remuneração variável, o IBGC propõe que sejam divulgadas as seguintes informações: (i) os mecanismos utilizados de remuneração variável (participação no lucro, opções, ações, bônus etc.); (ii) os indicadores e métricas de desempenho que são usados para a remuneração variável, (iii) os níveis de premiação **target**; e (iv) as principais características de eventual plano de opção de compra de ações. O IBGC sugere ainda que as metas e métricas da remuneração variável devem ser mensuráveis, passíveis de serem auditadas e publicadas.

A Towers Perrin separa a remuneração variável em incentivos de curto e longo prazo. Quanto aos incentivos de curto prazo, sugere que devem ser descritos o tipo de plano (bonificação por realização de metas ou participação nos lucros), as métricas financeiras utilizadas, a fórmula de cálculo, premiação alvo por cargo (**target**), premiação efetivamente paga, curva de premiação (premiação para resultados acima ou abaixo das metas), desempenho mínimo (gatilhos) para a premiação e tetos de premiação.



Em relação aos incentivos de longo prazo, segundo tal participante, devem ser indicados o tipo de plano (por exemplo, opções de compra de ações, **phantom options**, bônus de longo prazo, etc.), prazos de carência para exercício das opções ou pagamentos nos outros modelos, condições de performance do emissor para outorga e/ou exercício das opções, prazos de vigência dos programas, critérios para definição do número de opções outorgadas, níveis de premiação esperados em caso de realização das premissas estabelecidas para a determinação do número de opções concedidas (múltiplos de honorários mensais, ou o percentual dos honorários anuais), preço de exercício das opções outorgadas e preço de mercado na data de outorga, regras de retenção das ações após o exercício (**lock-up**), e se o plano de opções permite a liquidação em dinheiro ou ações.

A APIMEC entende que o emissor deveria prestar esclarecimentos sobre as métricas de avaliação de desempenho dos administradores e conselheiros, “*na linha pratique ou explique*”.

A CVM revisitou os itens da remuneração variável e entende ter atendido as sugestões enviadas pelo mercado.

16.4 Itens 13.2 a 13.4 - Informações quantitativas sobre a remuneração

A ANBID sugere que as informações sobre a remuneração dos membros de cada órgão de administração do emissor sejam organizadas da seguinte forma: remuneração fixa (salário e benefícios), remuneração variável (bônus, participação nos resultados, planos de opções de compra de ações e ações restritas) e remuneração decorrente de serviços prestados independentemente da função ocupada no órgão (consultoria, assessoria, comissões, etc.).

O IBGC sugere que sejam divulgados todos os tipos de remuneração recebidos pelos membros de cada órgão de administração do emissor, como, por exemplo: (i) salários; (ii) bônus; (iii) todos os benefícios baseados em valores mobiliários, em especial os baseados em ações; (iv) gratificações de incentivo; (v) pagamentos projetados em benefícios pós-emprego, em programas de aposentadoria e de afastamento; (vi) contratos de consultoria entre a companhia, sociedade controlada ou coligada e sociedade controlada por



principais colaboradores; e (vii) além de outros benefícios diretos ou indiretos, de curto, médio ou longo prazo.

O IBRI sugere que, nos itens 13.2 e 13.3, sejam discriminadas as seguintes formas de remuneração: (i) benefícios de curto prazo, diferenciando-se entre salário, bônus e outros; (ii) outros benefícios de longo prazo; (iii) remuneração baseada em ações; e (iv) benefícios de rescisão de contrato de trabalho e benefícios pós-emprego.

A APIMEC sugere a inclusão de um novo item para informar se consta da pauta das assembleias ordinárias a aprovação de participação nos resultados e outros benefícios dos membros do conselho de administração, diretoria executiva e conselho fiscal.

A Towers Perrin sugere que os itens 13.2 e 13.3 sejam substituídos por duas “*Tabelas de Remuneração Total*”. Haveria uma tabela para cada órgão de administração com informações relativas aos 3 últimos exercícios e as previstas para o exercício atual. Tais tabelas conteriam as seguintes informações:

- i) número de membros do órgão;
- ii) honorários fixos anuais (no caso de conselheiros, subdividir em honorários fixos mensais, participação em comitês e participação em reuniões (**jetons**));
- iii) incentivos de curto prazo contemplando qualquer tipo de remuneração variável em dinheiro (bônus, participação nos lucros/resultados, comissões etc.), cujo pagamento tenha ocorrido e se baseado em metas estabelecidas dentro de um mesmo exercício fiscal. A esse respeito, haveria duas subcolunas:
 - a) pagamento previsto; e
 - b) pagamento efetivamente realizado.
- iv) incentivos de longo prazo, incluindo o valor justo dos programas na data de outorga, concedidos no exercício fiscal;



- v) benefícios quantificados na ótica de valor para o administrador, ou seja, quanto ele pagaria para obter programa de benefícios semelhante no mercado, em base anual;
- vi) benefícios de rescisão de contrato; e
- vii) remuneração total anual.

Tendo em vista as sugestões de reorganização dos dados quantitativos acima, os itens 13.2 a 13.4 foram reformulados, levando em conta tanto as preocupações dos participantes quanto as ponderações do Colegiado, e se transformaram nos itens 13.3 a 13.5 do formulário de referência.

Renato Chaves propõe que sejam informados os benefícios contratuais que possam ser caracterizados como indiretos, como uso de combustível e desconto oferecido para aquisição de veículos de uso dos executivos.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

16.5 Item 13.5

IBRI e Joaquim Dias de Castro sugerem a exclusão do item 13.5 que pede “*para cada diretor, membro do conselho de administração, do conselho fiscal e de comitês administrativos, estatutários ou não, informar quantidade de ações ou quotas direta ou indiretamente detidas no Brasil ou no exterior, e outros valores mobiliários conversíveis em ações, emitidos pelo emissor, seus controladores diretos ou indiretos, sociedades coligadas e controladas ou pertencentes ao mesmo grupo econômico, na data de encerramento do último exercício social*

A CVM adaptou o item 13.5 para refletir a decisão de exigir informações agrupadas por órgão de administração e não mais individualmente. Além disso, foram excluídas informações sobre participações em sociedades coligadas e controladas ou pertencentes ao mesmo grupo econômico. No entanto, a CVM entende que é importante



manter o núcleo das informações solicitadas no item 13.5 para que o investidor consiga identificar participações societárias que possam alinhar os interesses de tais administradores mais aos interesses dos controladores ou de controladas do emissor que aos do próprio emissor.

16.6 Itens 13.6 a 13.9 - Informações sobre remuneração baseada em ações

O item 13.6 pede que o emissor descreva “*em relação ao plano de remuneração baseado em ações de cada diretor e membro do conselho de administração, em vigor no último exercício social e previsto para o exercício social atual*” (...) “*os termos e as condições gerais, tais como as condições de aquisição, os prazos mínimo e máximo de exercício das opções outorgadas, a forma de liquidação (em dinheiro ou em ações), e prazo mínimo para negociação das ações adquiridas por meio do exercício das opções*”. A ABRASCA pede que se esclareça se as informações solicitadas no item 13.6 se referem a um plano de compra de ações ou a um plano de opção de compra de ações disponível para os administradores.

A abrangência da expressão “*remuneração baseada em ações*” já é objeto das normas contábeis editadas pela CVM. No entanto, a CVM revisitou os campos do formulário e resolveu incluir campos tanto para receber informações de programas de compra de ações, quanto de programas de opções.

Os itens 13.7 e 13.8 pedem dados quantitativos sobre a remuneração baseada em ações respectivamente para o exercício corrente e para os 3 últimos exercícios.

A ABRASCA propõe que o item 13.7 contenha exclusivamente informações referentes aos planos de compra de ações, reunindo-se no item 13.8 todas as informações relativas aos planos de opções de compra de ações. Se tal sugestão for aceita, propõe então que os itens 13.7 “f” (quantidade de opções) e “g” (preço médio de exercício das opções) sejam excluídos e que os itens 13.7 “h” (datas de vencimento das opções) e “j” (número de opções exercíveis até o final do exercício) sejam transferidos para o item 13.8.

O comentário é pertinente e os itens 13.7 e 13.8 foram aglutinados e



transformados no item 13.3.

Em relação especificamente ao item 13.8, o IBRI propõe que as informações ali solicitadas abranjam apenas os 2 últimos exercícios sociais.

A CVM adotou como padrão o período de 3 exercícios para todas as informações quantitativas contidas no formulário de referência e não vê justificativa para mudar o padrão em relação à remuneração baseada em ações.

A Towers Perrin alega que não está clara a diferença entre as informações solicitadas nos itens 13.7 e 13.8. Sugere que, no lugar dos itens 13.6 a 13.8, sejam previstas três tabelas sobre remuneração baseada em ações. A primeira tabela, intitulada “[t]abela de Outorgas de Programas de Opções/Ações”, mostraria as outorgas de opções de compra de ações realizadas nos últimos 3 exercícios e também a previsão para o exercício corrente. Nessa tabela, haveria os seguintes dados disponíveis:

- i) órgão;
- ii) número de membros do órgão;
- iii) data de outorga;
- iv) em relação a cada outorga:
 - a) quantidade de opções outorgadas durante o exercício social;
 - b) prazo de carência para exercício de 100% das opções (em número de anos ou data) ou para transferência de ações (em relação a programas de venda de ações com restrições à alienação);
 - c) prazo de vigência das opções (data de vencimento);
 - d) preço de exercício; e



- e) valor justo das opções.

A segunda tabela, intitulada “[t]abela Consolidada de Opções/Ações”, mostraria um resumo das posições ao final do último exercício, resultantes de todas as outorgas/programas realizados anteriormente, inclusive antes dos 3 últimos exercícios e seria dividida conforme segue:

- i) órgão;
- ii) número de membros do órgão;
- iii) data da outorga; e
- iv) em relação a cada outorga:
 - a) número de opções/ações outorgadas;
 - b) número de opções exercidas, data do exercício, preço de exercício, e preço de mercado na data do exercício;
 - c) número de opções exercíveis em aberto, prazo máximo de exercício (vigência);
 - d) número de opções não exercíveis e data de exercício (prazo de carência);
 - e) número de opções expiradas e data; e
 - f) número de opções perdidas e data.

A terceira tabela, intitulada “[t]abela de Exercício de Opções e Transferência de Ações”, mostraria os valores de exercício das opções ou das ações liberadas/transferidas (sujeitas a carência até então) no último exercício, e seria dividida conforme segue:



- i) órgão;
- ii) número de membros do órgão;
- iii) número de opções exercidas;
- iv) preço de exercício;
- v) preço de mercado da ação na data de exercício;
- vi) número de ações liberadas (referente a ações anteriormente compradas e restritas à alienação); e
- vii) preço de mercado da ação na data da liberação.

Os itens 13.7 e 13.8 foram revisitados e reformulados. A CVM acredita que as sugestões do participante estão materialmente refletidas na atual redação.

Marcelo Faustino do Nascimento sugere a divulgação de regras detalhadas sobre o programa de bônus e **stock options** das companhias, inclusive “*base acionária diluída após a concessão e exercício de todas as bonificações (fully diluted)*”. No mesmo sentido, Towers Perrin considera importante a inserção de uma tabela que mostre de forma consolidada a diluição resultante do plano.

As sugestões são pertinentes e estão refletidas no formulário.

16.7 Item 13.10

O Machado, Meyer Advogados acredita que poderiam ser divulgados, de forma agregada, os custos arcados exclusivamente pela companhia com relação a planos de previdência complementar destinados a seus administradores, bem como os critérios adotados para a determinação do montante de contribuição.



O comentário é parcialmente pertinente. Os critérios adotados para a determinação do montante de contribuição já deveriam estar descritos nos itens que tratam da política de remuneração, por isso, são desnecessários no item 13.10. No entanto, a CVM considera que as contribuições feitas ao plano de previdência pelo administrador não precisam ser divulgadas, por isso, acrescentou tal exceção à redação original.

16.8 Item 13.11 (atual item 13.1)

IBRI e Joaquim Dias de Castro sugerem a exclusão do formulário do item 13.11.

O item 13.11 pede que o emissor descreva a política ou prática de remuneração e como esta política ou prática alinha interesses dos emissores e administradores. A CVM entende que essas informações são extremamente relevantes para o entendimento dos mecanismos de remuneração e dos estímulos dados aos administradores. Por isso, o comando foi mantido.

A ABRASCA solicita que seja definido o exercício social em relação ao qual devem ser elaborados os comentários sobre a remuneração dos administradores.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

A ABRASCA sugere a exclusão do item 13.11 “e”, referente à “*descrição de qualquer remuneração ou benefício vinculado à ocorrência de determinado evento societário, tal como a alienação do controle societário do emissor*”. Em sua opinião, a exigência colocaria em risco legítimo interesse do emissor em não divulgar ao mercado informações que possam ser interpretadas de forma equivocada e prematura pelo mercado, bem como dificultar ou inviabilizar operações estratégicas para o emissor.

É prática comum do mercado internacional exigir a divulgação de informações sobre os incentivos dos administradores na realização ou não de operações societárias relevantes. Exemplo disso é o item 402 (b) 2 (xi) da **Regulation S-K**, parte do relatório anual de empresas listadas nos Estados Unidos, que determina: “[w]hile the material information to be disclosed under Compensation Discussion and Analysis will vary



depending upon the facts and circumstances, examples of such information may include, in a given case, among other things, the following: (...) xi. With respect to any contract, agreement, plan or arrangement, whether written or unwritten, that provides for payment(s) at, following, or in connection with any termination or change-in-control, the basis for selecting particular events as triggering payment (e.g., the rationale for providing a single trigger for payment in the event of a change-in-control);”.

A CVM entende que tais informações são relevantes e, por isso, o comando foi mantido.

16.9 Item 13.12

A Towers Perrin sugere que esse item seja deslocado, sendo inserido logo após o item 13.2.

Todos os itens da seção 13 foram reorganizados e a CVM levou o comentário do participante em conta no momento da reorganização. Assim, a CVM acredita ter materialmente aceitado a sugestão.

16.10 Outras informações sobre remuneração

TELESP e ABRASCA sugerem que sejam divulgadas as entidades, os estudos e as pesquisas salariais que tenham subsidiado a fixação da remuneração dos administradores.

A CVM acredita que não é necessário que todos os emissores divulguem as entidades, os estudos e as pesquisas salariais que tenham subsidiado a fixação da remuneração dos administradores.

Grebler Advogados sugere que sejam divulgados detalhadamente os empréstimos celebrados entre os administradores e o emissor. Alega que o conhecimento pelo público investidor acerca desses empréstimos é importante, tendo em vista que eles não cumprem o objetivo social do emissor e constituem remuneração indireta ao administrador na medida



em que as condições concedidas ao administrador forem mais favoráveis que as condições de mercado. Argumenta, ainda, que tais empréstimos expõem o emissor e, consequentemente, os demais acionistas, ao risco de inadimplemento do administrador mutuário.

Tais informações serão divulgadas na parte do formulário de referência que trata de transações com partes relacionadas.

Grebler Advogados sugere, adicionalmente, a instalação obrigatória de um comitê de remuneração nos emissores. Argumenta que tal comitê beneficia os acionistas, na medida em que exerce sua atribuição de investigar, negociar, registrar e aconselhar o conselho de administração na contratação da administração.

A CVM entende que a sugestão trata de uma boa prática de governança corporativa e, por isso, a instalação de comitês de remuneração pode ser desejável. No entanto, não cabe ao regulador impor tais estruturas.

Luiz Araujo sugere que sejam divulgados os detalhes dos privilégios e mordomias conferidos aos administradores.

A CVM entende que as informações exigidas no formulário são suficientes para que o investidor tome uma decisão informada de investimento e evidenciarão, substancialmente, toda a remuneração recebida pelos administradores.

Renato Chaves propõe que seja divulgado o percentual de utilização da verba do ano anterior no momento de votação em assembleia geral. Em sua opinião, “*tal informação permitirá ao investidor avaliar se as verbas propostas na assembleia guardam coerência diante dos gastos do ano anterior (aumento pela aplicação de um reajuste contratual ou pelo aumento do nº de executivos, por exemplo)*”.

A sugestão deve ser trazida no âmbito da Audiência Pública nº 2/2009 que trata de informações e pedidos públicos de procuraçao para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas.



A Towers Perrin sugere que o formulário identifique os responsáveis pelo processo de recomendação e aprovação das políticas de remuneração dos administradores. Alega que os acionistas têm interesse em conhecer esse processo. Em particular, deveriam ser solicitadas as seguintes informações: “*quem propõe as políticas e valores de remuneração? Quem as aprova? Se a empresa tiver um Comitê de Remuneração, qual sua composição? Quais são os assessores do Conselho para análise das políticas? Quais são as fontes de informação utilizadas para a tomada de decisão? O Conselho tem acesso direto aos seus assessores, ou há intermediação da Diretoria? Quais são as atividades do Conselho relacionadas à remuneração dos administradores? Quantas vezes ao ano o Conselho ou Comitê se reúnem para tratar dos assuntos de remuneração dos administradores?*”

Ainda a esse respeito, Glass Lewis & Co entende que a CVM deveria incentivar os emissores a divulgarem maiores informações sobre o poder do conselho de administração para alterar os critérios de performance e o preço de exercício das opções de compra de ações atribuídas aos administradores. Em sua opinião, esse poder prejudica os propósitos dos planos de remuneração de longo prazo.

Embora as informações sugeridas acima sejam, em alguma medida, úteis para o entendimento da política de remuneração do emissor, alguns fatores devem ser ponderados para se decidir sobre a aceitação ou não da proposta. Entre eles, o formulário não exige informações semelhantes (quem propõe e aprova políticas, por exemplo) para nenhuma outra política divulgada pelo emissor e seria uma distorção exigir-las só para a remuneração dos administradores. Além disso, o regulador deve sopesar a quantidade de informação exigida, seu custo e sua utilidade. A CVM entende que, neste momento, as informações exigidas no formulário são suficientes para que o investidor tome uma decisão informada de investimento e representam um grande avanço em termos de transparência nesta área.

17. Seção 14 - Recursos humanos

17.1 Comentários gerais



A Natura critica a seção 14 de maneira geral porque, em sua opinião, a política de recursos humanos contém informações estratégicas e sua divulgação acarretaria um desequilíbrio concorrencial.

As informações contidas na seção 14 do formulário de referência já são públicas nos termos dos itens 6.7.1 e 6.7.3 do Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 2003, que pede que os emissores divulguem informações sobre recursos humanos, em termos semelhantes ao proposto pela Minuta, nos prospectos de ofertas públicas de valores mobiliários. Por essa razão, a redação original foi mantida.

17.2 Item 14.1 (atual 14.3)

A ANBID sugere a exclusão do item 14.1 “g” “i”, que trata da divulgação dos beneficiários dos planos de opção de compra de ações dos empregados não administradores do emissor. A entidade argumenta que não se deveria divulgar, de modo individualizado, dados sobre a remuneração dos empregados.

A intenção da CVM é que o emissor divulgue os empregados ou a classe de empregados elegíveis ao plano de opção de compras. O objetivo não é que tais empregados sejam identificados individualmente. No entanto, simplesmente omitir os beneficiários não é aceitável, pois não permite entender quais os objetivos do plano. Para esclarecer essa questão, a redação foi ajustada.

17.3 Item 14.2 (atual 14.4)

A Natura propõe a exclusão do item 14.2, sob o argumento de que a divulgação de informações relativas ao relacionamento com sindicatos “*pode gerar situações de conflito de intenções*”.

As informações contidas no item 14.2 do formulário de referência já são públicas nos termos do item 6.7.2 do Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 2003, que pede que os emissores divulguem “[d]escrição das relações entre a companhia e os respectivos sindicatos de seus empregados” nos prospectos de ofertas públicas de valores mobiliários.



Por essa razão, a redação original foi mantida.

17.4 Item 14.3 (atual 14.2)

A ANBID sugere a exclusão do item 14.3, que obriga o emissor a “comentar qualquer alteração relevante no número de empregados ou terceirizados nos últimos 3 exercícios”, sob o argumento de que essa informação não tem relevância para o investidor.

Os recursos humanos, assim como outros aspectos do processo produtivo do emissor, representam custo, e mudanças quantitativas ou qualitativas podem ser relevantes para a decisão de investimento. O item faz expressa menção que somente as alterações relevantes devem ser comentadas. Modificações no número de empregados ou terceirizados que não sejam materiais para o investidor não devem constar do formulário. Por essa razão, a redação original foi mantida.

18. Seção 15 - Controle

18.1 Comentários gerais

Bocater, Camargo Advogados sugere que o formulário de referência permita ao emissor identificar a hipótese, cada vez mais comum no mercado brasileiro, de companhia com o controle difuso ou pulverizado.

A CVM ainda não enfrentou o debate sobre o conceito de “controle difuso” ou a partir de que grau de dispersão do capital votante pode-se considerar que uma companhia não tem controlador. É bastante possível que tal definição só possa ocorrer caso a caso. Por isso, pedir que o emissor divulgue se tem controle difuso ou não poderia causar dúvidas indesejáveis. Mais importante é fornecer ao investidor informações sobre o grau de dispersão do capital social, particularmente o votante. Por esse motivo, o formulário de referência requer diversas informações que são úteis para o investidor identificar o grau de concentração do controle. Em especial, os itens 15.1 e 15.2 pedem informações sobre os acionistas controladores, e o item 15.3 a quantidade de acionistas, segregada nas categorias de pessoa física, jurídica, institucionais etc. A CVM entende que tais níveis de divulgação



fornecem ao investidor informações suficientes para que ele avalie o grau de dispersão ou de concentração do capital do emissor. Pelas razões expostas, o texto original foi mantido.

18.2 Item 15.1

Vivo e TELESP sugerem que o item 15.1 “e”, seja alterado para não se exigir a identificação dos controladores que sejam pessoas naturais. Alegam, em primeiro lugar, que nem sempre seria viável na prática cumprir essa exigência, pois há diversos emissores que são controlados por companhias com alta dispersão acionária. Argumentam também que não seria juridicamente possível cumprir a exigência se o emissor fosse controlado por sociedade estrangeira sediada em país cuja legislação não permita ou proíba a identificação dos acionistas pessoas naturais.

O item 15.1 “e” não é uma inovação. A Deliberação CVM nº 541, de 15 de maio de 2008, já obriga os emissores a identificar no formulário IAN todos os seus controladores, diretos e indiretos, até o nível de pessoa natural. Conforme orientação já consolidada na referida Deliberação, o eventual tratamento sigiloso conferido a essas informações, seja por força de negócio jurídico, seja pelas leis do país em que for constituído ou domiciliado o sócio ou o controlador, não exime os emissores do dever de prestá-las. Os argumentos dos participantes já foram avaliados durante o processo de edição de tal Deliberação.

Pelas razões expostas, a redação original foi mantida.

18.3 Item 15.2

Levy & Salomão Advogados e ANDIMA questionam se as exigências constantes no item 15.2 resultam na revogação tácita da Deliberação CVM nº 541, de 2008. Ressaltam que seria importante padronizar as regras sobre o assunto para evitar divergências na interpretação por parte dos participantes do mercado.

O item 15.2 não trata da mesma obrigação que a Deliberação CVM nº 541, de 2008. A divulgação estabelecida pela Deliberação CVM nº 541, de 2008, é sobre os acionistas



controladores, enquanto a divulgação estabelecida no item 15.2 é sobre os acionistas com participação igual ou superior a participação que corresponda a 5% de uma mesma classe ou espécie de ações ou de valores mobiliários conversíveis em ações.

Assim como ocorre no item 15.1, exigir as informações solicitadas pelo item 15.2 não é uma inovação. Tal obrigação já consta do IAN e do art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002, que determina que adquirentes de participação relevante devem enviar à CVM “*nome e qualificação do adquirente, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;*”, bem como outros dados, em especial, as posições do adquirente dos valores mobiliários do emissor.

A TELESPI afirma que o cumprimento do item 15.2 deveria ser vinculado ao disposto no art. 12 da Instrução CVM nº 358, de 2002, que considera dever do acionista, ou do grupo de acionistas representando um mesmo interesse, informar ao emissor que atingiu participação, direta ou indireta, que corresponda a 5% ou mais de cada espécie ou classe de ações representativas do capital social. Argumenta que os emissores com grande dispersão acionária enfrentariam dificuldades consideráveis para identificar os acionistas que, por agir em conjunto ou representar o mesmo interesse, alcançam os 5%, a menos que tenham sido informados pelos próprios acionistas. Diante disso, propõe a seguinte nova redação para o referido item: “*15.2. Em forma de tabela, lista dos (i) acionistas ou (ii) grupo de acionistas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse com participação superior a 5 % de uma mesma classe ou espécie de ações ou valores mobiliários conversíveis em ações, quando tal fato for expressamente conhecido pelo emissor, indicando em relação a cada um eles:*” (grifou-se o trecho novo que não consta da redação original do item)

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 criasse 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 sobre o fato de que um acionista



atingiu participação que corresponda a 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.

O 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 do formulário de referência, 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.

19. Seção 16 - Transações com partes relacionadas

19.1 Comentários gerais

O IBRACON sugere que os conceitos constantes da seção 16 sejam alinhados com o Pronunciamento Técnico CPC nº 5, que trata das divulgações sobre partes relacionadas.

O comentário é pertinente e a CVM procurou ajustar a seção ao Pronunciamento Técnico CPC nº 5, de 2008.

19.2 Item 16.2

A ANBID sugere a exclusão da referência a “*contratos em vias de existir*”, sob o argumento de que, em inúmeras ocasiões, o emissor não tem controle ou ingerência sobre a possibilidade de existência da transação com parte relacionada. Propõe que, caso a CVM entenda que as transações com partes relacionadas devam ser sempre imediatamente divulgadas, seja então incluída tal previsão como hipótese de atualização do formulário de referência (art. 27, §1º, inc. III da Minuta).

A sugestão é pertinente e a expressão “*contratos em vias de existir*” foi excluída do



formulário.

A AMEC propõe alterações nos itens 16.2 “c” e 16.2 “e” do formulário de referência. Em sua opinião, tais comandos, como se encontram redigidos, conferem excessiva discricionariedade ao emissor que poderia deixar de divulgar certas transações, sob a alegação de que a participação ou o interesse do administrador ou do controlador não se mostra, no caso, relevante. Sugere que seja excluída dos referidos itens qualquer referência à relevância da participação ou do interesse do administrador ou controlador. Dessa forma, o item 16.2 “c”, passaria a ter a seguinte redação: “*sociedade em que seu administrador tenha participação ou outro interesse*”. A seu turno, o item 16.2 “e” seria redigido nos seguintes termos: “*sociedade em que o controlador direto ou indireto tenha participação ou outro interesse*”.

A CVM entende que é desejável que o emissor avalie a relevância das informações antes de divulgá-las ao público investidor. Informações irrelevantes são, na realidade, desinformação, porque tiram o foco dos investidores dos fatores que realmente são importantes. Se todas as transações com partes relacionadas tivessem que ser descritas no formulário de referência, o investidor teria de lidar com uma quantidade excessiva de informações e enfrentaria dificuldades para discernir, dentre esse conjunto de informações, aquelas que são mais relevantes daquelas que não têm importância.

19.3 Item 16.3 (atual 16.2)

O Machado, Meyer Advogados sugere a exclusão do item 16.3 “k”, “iv”, que manda divulgar o maior valor alcançado pelo empréstimo celebrado entre o emissor e alguma parte relacionada. Em sua opinião, essa informação não contribui para a análise da transação e não tem relevância para o investidor.

A sugestão é pertinente e está refletida no formulário.

20. Seção 22 - Negócios extraordinários



A ANBID sugere a alteração do título para "*informações adicionais*", pois, no seu entender, a expressão “*negócios extraordinários*” passa a impressão de que tais negócios são irregulares e não têm previsão no estatuto do emissor.

A CVM acredita que a expressão “*negócios extraordinários*” não tem conotação pejorativa, uma vez que se refere, em termos objetivos, aos negócios que escapam ao curso ordinário das atividades do emissor. Por isso, a redação foi mantida.

21. Observações finais

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

A minuta que consolida as sugestões acima descritas segue anexa a este relatório.

Original assinado por

LUCIANA DIAS

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado