

## XXVIII FORUM NACIONAL – 18/05/16

Boa tarde a todos.

Primeiramente, gostaria de agradecer o convite de estar nesse Painel, pensando/discutindo sobre o papel do mercado de capitais como alavanca de crescimento econômico e social.

Antes de começar, ressalto apenas que as opiniões que estarei expressando aqui hoje refletem a minha visão pessoal e não necessariamente a dos demais membros do Colegiado ou da CVM como instituição.

### **I. Papel do mercado**

Estamos vivendo tempos que demandam muitas reflexões! E conseqüentemente, debates!

Tenho varias vezes me lembrado daquele texto judaico que diz que **o homem que não souber sobreviver aos maus tempos, não vai ter a felicidade de ver os bons!**

E para chegar lá, não podemos perder a resiliência e a **determinação** de construir o que achamos certo!

Persistência é a palavra da vez! Isso vai possibilitar a oportunidade de implementar as pequenas ações que, no conjunto, possam gerar grandes mudanças.

Nesse contexto, a mensagem que gostaria de deixar hoje contempla alguns pequenos pontos mas que reputo fundamentais à consolidação do nosso mercado de capitais como catalisador do desenvolvimento econômico e social do Brasil.

Afinal, é inquestionável a vertente do mercado de capitais como fonte natural, necessária e complementar de financiamento, especialmente no longo prazo.

O ponto aqui **é quando** isso vai acontecer de forma mais plena.

E justamente para garantir que, apesar de todos os empecilhos, o ambiente do mercado de capitais continue tendo fundamentos sólidos e coerentes com a evolução da sociedade, precisamos nos certificar que estamos canalizando da melhor maneira os nossos esforços e recursos.

Pois ter um mercado de capitais efetivamente atuante é ainda mais crítico no Brasil!

Especialmente por conta de três fatores:

**Primeiro**, pelo **tamanho da nossa economia** e seu potencial;

**Segundo**, pela nossa reconhecida necessidade de **viabilizar projetos de infraestrutura**, tão essenciais para reduzir os custos de produção e aumentar a competitividade e produtividade da nossa economia.

**Terceiro**, pela urgência de aprimorarmos as ferramentas de apoio para que as pequenas e médias empresas possam crescer de forma mais consistente, aumentando a resiliência da economia.

E como fazer isso?

Temos que ser realistas, é claro. Mas não devemos ser negativos.

Apesar de todos os obstáculos, construímos ao longo dos anos o décimo primeiro mercado de capitais do mundo em tamanho segundo os critérios da Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO).

Agora, mesmo com a recente desvalorização, estamos ainda entre os vinte maiores.

Não podemos jogar essa construção fora.

E como o Brasil **é uma das dez maiores economias** do mundo, temos um caminho natural a seguir.

Examinando de forma equilibrada o que tem sido feito pelos agentes de mercado ao longo do tempo, é possível identificar claramente a existência de uma trilha aberta em cima de terreno firme!

Isso permite que a discussão atual aconteça dentro de um arcabouço sólido e possamos deixar o mercado de capitais mais forte para voltar a crescer de maneira consistente e exercer plenamente seu papel.

Trabalhar de forma coordenada, em um momento turbulento, para assegurar que o mercado de capitais sirva efetivamente a esse propósito aumenta significativamente a responsabilidade dos agentes, públicos e privados, envolvidos neste esforço.

Isso porque, insisto em afirmar, os mercados de capitais, por definição, tem como pilares a **confiança** e a **segurança**!

Os investidores, sejam eles majoritários ou minoritários, têm que se sentir protegidos, confiantes e dispostos a investir as suas poupanças em nosso mercado.

Assim, sem jamais perder a perspectiva de que vivemos em um mundo marcado pelo dinamismo das informações, pelas inovações tecnológicas, e no qual as transações cross-border têm um peso cada vez mais significativo, a CVM, como reguladora, tem atuado para a consolidação de um mercado cada vez mais confiável, sustentável e dinâmico, com condições seguras e atrativas de investimento.

Se pudesse resumir, esse cenário tem conduzido a nossa atuação a um foco especial em três pontos, naturalmente interconectados, e que considero cruciais para fomentar a segurança e o desenvolvimento do nosso mercado:

- (i) O **primeiro é o estímulo à criação de estruturas** mais eficientes de governança corporativa;
- (ii) O **segundo consiste em priorizar uma política** consistente voltada à educação financeira; e

- (iii) O **terceiro é manter uma agenda regulatória** constantemente atualizada e aprimorada, com prioridades bem definidas, utilizando de modo eficiente a autorregulação, e sempre equilibrando novas iniciativas e a proteção ao investidor.

## **II. Governança corporativa**

Em relação ao primeiro ponto, todos os esforços genuínos visando ao fortalecimento de nosso mercado, e ao aumento do nível de confiança do investidor são bem vindos!

Porém, esses esforços só serão efetivos na medida em que vislumbrarem o desenvolvimento e a consolidação de um arcabouço legal, regulatório e de conformidade (compliance) que sustente uma governança corporativa realmente eficiente!

O desenvolvimento de estruturas eficazes de governança, com foco na substância e não na forma, deve ser encarado como uma missão conjunta e complementar entre CVM, autorreguladores e demais participantes do mercado.

Afinal, o cumprimento dessa missão beneficiará a todos, criando oportunidades mais sustentáveis de crescimento!

Esse processo, a meu ver, deve ser encarado como uma prioridade estratégica, sendo permeado por uma criteriosa discussão entre os agentes do mercado e um reconhecimento que precisamos fazer mais para evoluir na identificação e gerenciamento de riscos.

No Brasil, essa discussão ainda é relativamente recente.

Até meados dos anos 90 as melhores práticas de governança não eram vistas pelos agentes de mercado como um fator tão decisivo para a sustentabilidade dos negócios.

A evolução das discussões, no entanto, foi amadurecendo a percepção de que práticas de gestão pouco criteriosas ou um arcabouço deficiente de riscos podem eventualmente até trazer retorno rápido, mas deixam os investidores – e consequentemente o mercado de capitais - vulneráveis, sujeitos a grandes prejuízos no longo prazo.

Essa **conscientização conduziu, no princípio** da década passada, à criação do Novo Mercado, mudando significativamente o cenário do mercado brasileiro, e nos fazendo crer corretamente que havíamos conquistado uma frente significativa nesse tema.

A questão é que, desde então, outros mercados-chave, incluindo alguns de nossos vizinhos latino-americanos, têm evoluído e vêm fechando esse *gap*!

Essa constatação, aliada a alguns casos ruins, de alta visibilidade e com impacto em diversos setores da economia, apenas reafirmam a minha impressão de que, assim como fizemos na criação do Novo Mercado, **está na hora de darmos mais um grande passo adiante!**

Aqui gostaria de falar rapidamente sobre a oportunidade recentemente anunciada pela BMF&BOVESPA de atualizar as regras do Novo Mercado.

Entendo que isso é muito bom!

Compreendo também, é claro, que o Novo Mercado é um arranjo contratual e voluntário, o que leva a um caminho mais desafiador quando se fala de reformas.

Por isso, é preciso buscar, através de uma discussão franca e objetiva, uma solução equilibrada.

Até porque não fazer com que as regras evoluam acompanhando as mudanças na sociedade, pode também tornar a festa menos atraente.

E tenho certeza que não é isso que queremos!

O Novo Mercado diferenciou o Brasil no cenário de governança!

Foi e é muito reconhecido pelos grandes investidores institucionais como algo de valor! E justamente por isso tem que acompanhar a evolução da sociedade.

Os debates visando ao fortalecimento das melhores práticas de governança para as sociedades de economia mista também têm que ser estendidos às empresas privadas que querem se diferenciar em termos de governança.

O mercado é um só! E incentivos para melhoras têm que ser oferecidos a todos!

Se isso não acontecer, não podemos esperar que os investidores se sintam atraídos e comprometidos no longo prazo!

Não tenho dúvidas de que estruturas de governança e compliance mais blindadas e adequadas, bem como práticas mais vivas e transparentes, e não apenas formais, poderiam ter mitigado ou até mesmo impedido parte significativa dos desacertos que contribuíram para o momento que vivemos na economia, afetando o nosso mercado de capitais.

Boas práticas de governança, quando trazidas para a realidade, trazem conforto aos investidores na tomada de decisões de longo prazo, contribuindo sobremaneira para o alinhamento de interesses, a preservação de estruturas de negócio, e para a transparência e a qualidade da informação.

Tenho plena consciência que essas discussões não são fáceis.

Afinal, muitas vezes as partes têm visões fundamentadas, porém divergentes, do que é necessário ser feito e torná-las convergentes só é possível com evidência, persistência e paciência!

Mas em uma atmosfera de negócios cada vez mais complexa, a falta desse entendimento pode enfraquecer sensivelmente o ambiente corporativo, impactando negativamente o mercado de capitais.

Aliás, governança é uma preocupação global, sendo um assunto que nunca sai da agenda prioritária da CVM e de outros órgãos reguladores de mercado.

Para isso, estamos plenamente envolvidos e atuantes nos debates sobre governança realizados nos principais fóruns nacionais e internacionais, nos quais há um consenso de que a falta de estruturas sólidas e evolutivas de governança gera um nível de risco inaceitável.

Participamos efetivamente no Comitê de Governança Corporativa da OCDE que acabou de rever seus princípios, que foram apresentados e endossados na reunião do G-20 em setembro de 2015 em Ankara na Turquia.

No âmbito da **IOSCO**, estamos liderando um projeto estabelecendo um grupo de trabalho voltado ao fortalecimento desse tema nos países emergentes, com foco em questões sensíveis como o papel dos conselhos de administração e a melhoria na efetividade dos controles internos.

Além disso, naturalmente, também temos acompanhado e apresentado nossas ideias nas principais iniciativas da autorregulação e dos agentes de mercado, como

- (i) o Programa de Governança das Estatais, conduzido pela BM&FBOVESPA em 2015,
- (ii) a elaboração do Código Brasileiro de Governança Corporativa, atualmente sendo discutido pelo GT Interagentes, composto por onze entidades do mercado de capitais.

Sobre esse último ponto, penso que a adoção de um Código Brasileiro pode ser mais uma ferramenta decisiva na difusão e na efetiva adoção de melhores práticas de governança pelas sociedades, independentemente de suas particularidades.

O Código Brasileiro, que está sendo elaborado após minuciosa análise de códigos nacionais de 18 mercados selecionados mais o da OCDE, deve seguir um modelo que

induz os agentes a serem responsáveis por sua adesão através da metodologia ***Pratique ou Explique***.

E também sinalizará ao mundo que estamos atentos à necessidade de nos mantermos atualizados e que, aqui no Brasil, a governança é um assunto que está sendo tratado de forma conjunta pelos agentes de mercado.

Em paralelo a essas iniciativas do mercado, a CVM tem trabalhado constantemente para alinhar nossa regulação, por um lado, aos melhores padrões internacionais e, por outro, às necessidades de nosso mercado, assegurando que nosso arcabouço regulatório conduza a requisitos claros, adequados e executáveis nesse tema.

Estamos atentos e atuantes. E temos alguns exemplos concretos:

- (i) A regulação da participação e votação à distância em assembleias gerais, com a edição da Instrução **CVM 561**, que alterou a Instrução 481, criando o boletim de voto à distância, e exigindo das companhias que forneçam mecanismos seguros e efetivos favorecendo a participação dos acionistas;
- (ii) O aprimoramento do regime informacional das companhias, com, dentre outras medidas, a aprovação da Orientação CPC 07, reforçando a importância da clareza das notas explicativas às demonstrações, de modo a diminuir a quantidade e aumentar a qualidade das informações;
- (iii) O estímulo à adoção dos Comitês de Auditoria Estatutários (pela Instrução CVM nº 509) e a exigência de que as companhias divulguem ao mercado as políticas de gerenciamento de riscos e controles internos, assim como seus níveis de eficiência e fragilidades (com a aprovação da Instrução CVM nº 552, em vigor desde janeiro);
- (iv) a criação de uma força-tarefa visando a melhorias referentes a infrações particularmente graves, como o *insider trading*, cuja prática afeta o



princípio elementar de governança que requer o tratamento equitativo dos acionistas;

- (v) o fortalecimento do nosso enforcement, com a definição de metas de qualidade e celeridade em nossos processos sancionadores;
- (vi) a proposta de atualização dos patamares das penas previstas na Lei nº 6.385/1976 (revistos pela última vez em 1997), para torná-los mais proporcionais à realidade do mercado; e
- (vii) uma discussão com as autoridades competentes, aprimorando a estrutura do Conselhinho (Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional), revelando a importância de maior especialização e da redução dos gargalos.

Enfim, todo o nosso trabalho é pautado pela convicção de que a equidade no tratamento aos acionistas, um disclosure tempestivo e preciso e uma orientação estratégica e ponderada dos negócios sociais, são todos fatores-chave para o sucesso do mercado!

Sabemos que cada negócio tem suas peculiaridades.

E isso, é claro, deve ser respeitado no desenho de uma boa estrutura de governança.

No entanto, toda empresa deve ter a sua própria estrutura de governança, adequada a suas necessidades e, conseqüentemente, às necessidades de seus investidores.

O que não podemos admitir são estruturas frágeis, que exponham o negócio a decisões que possam impactar o nível de confiança no seu desenvolvimento saudável.

Termos práticas que não existam somente no papel e que sejam adotadas e incorporadas na vida real exige uma atividade de supervisão.

E essa supervisão de conformidade não pode ser abstraída da responsabilidade dos Conselhos de Administração e de seus comitês de assessoramento.

Esses órgãos têm o papel de assegurar que os níveis de risco do negócio estejam adequados para que o plano estratégico de negócios seja implementado! E essa responsabilidade tem que ser prioridade nas agendas e não pode ser delegada!

É impossível esperar que boas práticas sejam devidamente discutidas e implementadas sem o entendimento do papel e da responsabilidade dos órgãos de supervisão, materializados em mecanismos e medidas que permitam uma atuação qualificada, diligente e independente.

E essas estruturas e práticas devem ser constantemente reavaliadas pela administração, de modo que os mecanismos e controles internos sejam aptos a identificar desafios emergentes, fornecendo soluções tempestivas e eficazes.

A qualidade e eficiência de controles internos são pedras fundamentais para um sistema de governança corporativo sólido.

Exigir das companhias a divulgação ao mercado de suas políticas de gerenciamento de riscos e controles internos, assim como seus níveis de eficiência e fragilidades, visa a atender justamente essa questão.

Afinal, todas as crises por que passamos nos mostram não apenas que riscos efetivamente existem, e circundam as nossas atividades cotidianas, mas principalmente, que uma administração de riscos deficiente contribui decisivamente para o aumento da insegurança do mercado.

Em suma, devemos empreender esforços, em todas as esferas, para que tenhamos êxito em incorporar a cultura de tratar pequenas ondas, evitando, assim, o surgimento de grandes tsunamis, certamente muito mais difíceis e custosos de lidar!

### **III. Educação financeira**

O segundo fator que eu gostaria de ressaltar – e que também está intimamente ligado a uma melhor percepção de riscos, é a importância de uma política focada na expansão da educação financeira.

Educação financeira para ser efetiva tem que ser um objetivo de todos os agentes. Se cada um de nós trabalhar na sua área de atuação mas de forma alinhada, certamente teremos cada vez mais ações consistentes e que melhorem o mercado como um todo!

Especificamente no caso da CVM, com o apoio dos autorreguladores, temos conquistado alguns avanços importantes nessa área, em linha com o nosso objetivo de tornar o mercado de capitais no Brasil uma referência global no tema. Dentre as medidas adotadas, posso citar algumas como exemplo:

- (i) a organização anualmente de uma Conferência internacional no Rio de Janeiro em coordenação com a IOSCO sobre Comportamento e Decisão de Investimento por parte do investidor – esse ano alcançando a sua quarta edição;
- (ii) Criação em 2014 de um Núcleo de Estudos Comportamentais com a participação de profissionais de diversos campos de atuação que tem impacto em educação financeira para discutir e assessorar a CVM nas nossas decisões e prioridades de políticas;
- (iii) Participação junto com outros órgãos e reguladores através da Estratégia Nacional de Educação Financeira em um programa que cobriu quase 900 escolas no Brasil;
- (iv) Relançamento do site da CVM com uma interface mais moderna e uma melhor ferramenta de busca.

A adoção de medidas dessa natureza é absolutamente relevante, considerando que uma política focada na expansão da educação financeira, se bem implementada, tem o condão de:

- (i) aumentar a consciência da população acerca das oportunidades de investimento e da importância da formação de poupança; e
- (ii) melhorar a compreensão concreta dos riscos inerentes a tais investimentos, atraindo mais recursos ao mercado.

#### **IV. Agenda regulatória**

Por fim, gostaria de traçar breves comentários sobre o que temos feito para assegurar o equilíbrio de nossa agenda regulatória.

Afinal, como disse há pouco, a CVM tem a atribuição de zelar para um mercado de capitais cada vez mais seguro e sustentável.

Para isso é essencial que tenhamos prioridades bem definidas.

Precisamos, pois, ter produtos e instrumentos seguros e cada vez mais eficientes para amparar esse desenvolvimento, sempre tendo em vista as necessidades dos investidores e os desafios que o mercado enfrenta.

Nesse sentido, para além dos avanços que mencionei anteriormente, especialmente aqueles relativos ao regime informacional e aos controles internos, nossa agenda regulatória também tem contemplado outras questões-chave para que esse desenvolvimento seja, de fato, sustentável.

Considero um avanço fundamental para a segurança da indústria a **formalização dos procedimentos de *suitability*, nos termos da Instrução 539.**

Com as novas regras, os agentes distribuidores e consultores passam a ter que verificar a adequação das suas operações e da prestação de serviços ao perfil de seus clientes.

A norma estabelece alguns critérios a serem observados, como adequação aos objetivos de investimento do cliente e à sua situação financeira, bem como seu conhecimento necessário para compreensão dos riscos.

Evidentemente, muitos dos procedimentos de avaliação de compatibilidade entre os produtos e serviços ofertados e o perfil dos investidores já eram adotados pelas instituições financeiras mais bem estruturadas. Inclusive em razão de exigências da auto regulação.

No entanto, transformar essas práticas em regras permite, (i) primeiro, que esses procedimentos sejam realizados de forma mais padronizada, e, (ii) principalmente, um aumento na proteção dos investidores, na medida em que passam a haver sanções em caso de inobservância.

Acredito que a evolução na implementação da suitability, cria uma ferramenta poderosa de conscientização dos agentes de mercado, que vai muito além de compliance.

O conceito de “produto certo para o cliente certo” é parte do processo crítico de negócios no que tange a atração e a fidelização de investidores e clientes.

O bom funcionamento desse processo certamente cria uma vantagem competitiva e uma base de clientes mais leal.

E, com a consolidação desse processo, o mercado tende a ter muito mais investidores de longo prazo.

Nessa linha, revimos também no último ano nossa regulamentação aplicável aos fundos de investimento, com a reforma da antiga 409, agora Instrução CVM nº 555.

Essa reforma entrou em vigor recentemente (outubro de 2015) , modernizando diversos aspectos das regras aplicáveis aos fundos, com foco na segurança e eficiência das estruturas.

Isso vai acontecer através do **aperfeiçoamento das regras de gestão**, maior transparência e clareza das informações, especialmente quanto a riscos, e **a flexibilização de limites para investimento em ativos no exterior**, que teve como

contrapartida um aumento de requisitos de segurança quanto à existência desses ativos e a diligências para sua aquisição.

Outra norma que certamente trará um impacto positivo à indústria de fundos é a “Nova 306”, a Instrução CVM 558, que regula a atividade de administração de carteira. Além de significativos avanços em termos de controles internos e disclosure, a norma, que entrou em vigor em janeiro, permite que gestores e administradores, ainda que não sejam instituições financeiras, também possam distribuir cotas de seus fundos.

Também focando na eficiência das estruturas, alteramos a nossa Instrução 476, incluindo ações, debentures conversíveis e os Certificados de Operações Estruturadas – COE no rol dos valores mobiliários que podem ser distribuídos com esforços restritos, em linha com a nossa percepção de que, especialmente em tempos difíceis, janelas de oportunidade podem ser tão escassas quanto curtas.

Atualmente, também há outros temas relevantes sob estudo pela nossa área de desenvolvimento de mercado, como os Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRA, o estabelecimento de um arcabouço regulatório para o *equity crowdfunding* e a criação de um novo programa de distribuição de dívidas.

Sobre esses dois últimos pontos, aliás, cumpre fazer comentários adicionais.

Quanto ao programa de distribuição de dívidas, pela agilidade e redução da burocracia que se espera com a revisão dos critérios para selecionar as companhias que podem se submeter ao programa. A ideia é tornar mais atrativa a utilização desse mecanismo, permitindo a companhias com exposição ao mercado realizar ofertas de maneira mais célere, sem prejuízo da adequada proteção ao investidor.

Quando ao crowdfunding, por sua vez, a CVM não poderia deixar de reconhecer o enorme crescimento da utilização dessas pequenas ofertas e o advento das plataformas nos últimos anos.

Hoje, os emissores fazem uso da dispensa prevista em nossa regulação para lançar ofertas de até R\$ 2,4 milhões, mas a popularização desse investimento levantou a

ausência de regras propriamente aplicáveis aos deveres e responsabilidades das plataformas, e às regras de publicidade, gerando pouca segurança aos investidores, sujeitos, muitas vezes, a investimentos de altíssimo risco, sem o adequado conhecimento sobre as implicações de tais investimentos.

A nova regulamentação desenhada, evidentemente, não tem por objetivo restringir esse mercado, mas, pelo contrário, assegurar o crescimento sustentável desse segmento, que, por sua própria natureza, fomenta a inovação, consistindo em uma relevante alternativa de financiamento para *start ups* e pequenas e médias empresas.

Por isso, o que se pretende é promover, por um lado, maior segurança jurídica às plataformas e aos emissores, e, por outro, a adequada consciência, pelo investidor, dos riscos e implicações dos investimentos nesse tipo de negócio.

E nessa atuação regulatória, temos um contato constante com o mercado e os investidores, que têm participado cada vez mais de nossas audiências públicas, contribuindo para a qualidade e a representatividade das nossas normas. Essa aproximação é algo que deve ser valorizado, pois não apenas tende a trazer benefícios substanciais à regulação, viabiliza uma melhor percepção, pelo público, do próprio mandato legal da CVM.

## **V. Conclusões**

Para concluir, vivenciamos uma era na qual as condições econômicas conduzem à consolidação dos mercados de capitais como uma alternativa cada vez mais necessária e importante de financiamento de longo prazo, especialmente nos países emergentes, como o Brasil.

Nesse contexto, ao mesmo tempo em que reconhecemos a urgente necessidade de atrair novos potenciais investidores para o nosso mercado e lhes garantir condições seguras de investimento, também estamos conscientes dos desafios que o mercado enfrenta.

A criação da CVM estará fazendo 40 anos esse ano!

Ao longo dessas quatro décadas, fizemos mais do que imaginávamos, mas também menos do que gostaríamos.

No entanto, temos a consciência de que através da seriedade e da independência das nossas decisões e pela persistência de perseguir nossos objetivos, estamos cumprindo o nosso papel de entidade de estado!

Buscar soluções equilibradas e alinhadas às necessidades e desafios dos investidores e do mercado, e tornar o nosso mercado de capitais um instrumento de desenvolvimento do país, não é apenas o nosso mandato.

É o nosso compromisso.

Muito obrigado a todos!