COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

EDITAL DE TOMADA PÚBLICA DE SUBSÍDIOS ASA/CVM Nº 01/26

Prazo para envio de contribuições: ***quatro meses da data de assinatura***

Objeto: Convite à apresentação de dados, estudos, evidências e manifestações destinados a subsidiar a análise posterior das conclusões e propostas da Avaliação de Resultado Regulatório (ARR) "Informe de Governança Corporativa — Uma análise qualitativa e quantitativa sobre sua aplicação", publicada em 16 de dezembro de 2024, e eventual Análise de Impacto Regulatório (AIR) relativa ao regime de divulgação de informações sobre práticas de governança corporativa instituído pela Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017, e atualmente disciplinado pelo art. 32 e pelo Anexo D da Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022.

1. Introdução

1.1. Natureza e fundamento da Tomada Pública de Subsídios

A Tomada Pública de Subsídios (TPS) é mecanismo preliminar e exploratório de participação social por meio do qual o regulador coleta dados, evidências, estudos e manifestações de quaisquer interessados a respeito de determinado problema regulatório, em etapa anterior à formulação de propostas de intervenção normativa. Diferentemente da consulta pública, a TPS não tem por objeto minuta de ato normativo, e sim o próprio problema regulatório, suas causas, sua extensão, os agentes por ele afetados e as alternativas concebíveis para o seu enfrentamento.

No âmbito da CVM, a participação de interessados no processo regulatório tem fundamento no art. 8º, § 3º, incisos I e II, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976,[i] e no art. 33 da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999.[ii] A obrigatoriedade de que a edição e a alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos sejam precedidas de AIR decorre do art. 5º da Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019,[iii] regulamentado pelo Decreto nº 10.411, de 30 de junho de 2020, que determina que o relatório de AIR contenha as considerações referentes às informações e às manifestações recebidas em processos de participação social ou em outros processos de recebimento de subsídios de interessados (art. 6º, inciso VIII), e que os órgãos e entidades implementem estratégias específicas e eficientes de coleta e de tratamento de dados, de forma a possibilitar a elaboração de análise quantitativa e, quando for o caso, de análise de custo-benefício (art. 17).[iv] O mesmo Decreto define a avaliação de resultado regulatório como a verificação dos efeitos decorrentes da edição de ato normativo, considerados o alcance dos objetivos originalmente pretendidos e os demais impactos observados sobre o mercado e a sociedade (art. 2º, inciso III), e determina que os órgãos e entidades integrem a ARR à atividade de elaboração normativa (art. 13).

A Resolução CVM nº 67, de 10 de março de 2022, que disciplina o processo de normatização da Autarquia, reproduz essas diretrizes (art. 16, § 2º, e art. 17, inciso VIII), admite expressamente a participação de

terceiros na etapa de elaboração da AIR (art. 12),[v] dispõe que os resultados da ARR devem trazer subsídios para a construção da agenda regulatória (art. 5º), faculta ao Colegiado determinar a participação social em uma ou mais etapas da ARR (art. 41, parágrafo único) e prevê que o acompanhamento sistemático do estoque regulatório — com apontamento de soluções para sobreposições, lacunas, incoerências e atos obsoletos — pode valer-se de consulta pública ou de outros mecanismos de participação social (art. 45).[vi]

1.2. Posição desta TPS no processo de normatização

Nos termos da Resolução CVM nº 67/2022, os projetos de normatização e as AIR a serem conduzidos em cada exercício são definidos pelo Colegiado por ocasião da aprovação da agenda regulatória (art. 4º); a realização de AIR compete à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), à Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC) ou à Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA), "conforme indicado pelo Colegiado por ocasião da definição da agenda regulatória" (art. 3º, § 1º); e a realização de ARR compete primordialmente à ASA (art. 3º, § 2º).

Esta TPS situa-se entre a divulgação do relatório de ARR e a eventual decisão do Colegiado quanto ao encaminhamento de suas propostas ao rito normativo ordinário. Destina-se a submeter ao escrutínio público as conclusões e as propostas da ARR — que refletem a posição da área técnica que a elaborou, e não deliberação da CVM — e a reunir dados e estudos que subsidiem eventual AIR sobre a matéria, cuja realização, escopo e componente organizacional responsável serão definidos pelo Colegiado por ocasião da definição de agenda regulatória subsequente. A TPS antecede, portanto, o processo formal de AIR e não o substitui. Seu propósito é reunir, antes daquele processo, o conjunto mais amplo possível de dados e estudos, de modo que o relatório de AIR, se e quando determinado, possa ser construído sobre base empírica mais sólida do que aquela que a Autarquia seria capaz de produzir isoladamente, e em prazo mais curto.

1.3. Justificativa

A ARR publicada em dezembro de 2024 avaliou a eficácia do Informe de Governança Corporativa — isto é, a capacidade do instrumento de produzir resultados alinhados aos objetivos regulatórios que motivaram sua criação — e concluiu que o normativo possui influência positiva, porém limitada.[vii] A ARR não avaliou a eficiência do instrumento, ou seja, a relação entre os resultados obtidos e os recursos despendidos pelas companhias, pelos investidores e pela própria CVM, e não quantificou o custo inicial de elaboração do Informe.[viii] As propostas nela formuladas dependem, para serem apreciadas, de informações que a Autarquia não detém integralmente: os custos efetivos de elaboração e de atualização do Informe, o uso que investidores, analistas e demais destinatários fazem da informação divulgada, o valor informacional incremental do Informe em relação ao Formulário de Referência (FRE) e aos regulamentos de listagem, e a experiência dos agentes com a governança de elaboração e atualização do Código Brasileiro de Governança Corporativa — Companhias Abertas (CBGC).

Desde a edição da Instrução CVM nº 586/2017, o conjunto de obrigações informacionais das companhias abertas foi ampliado por sucessivos atos normativos e autorregulatórios que incidem, em parte, sobre a mesma matéria: a reformulação do FRE pela Resolução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 2021; a exigência de conselheiros independentes e a vedação de acumulação dos cargos de presidente do

conselho de administração e de diretor-presidente, introduzidas pela Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021, e regulamentadas pela Resolução CVM nº 168, de 20 de setembro de 2022; o regulamento de emissores da B3 aprovado em 2023 e seu anexo relativo a informações ambientais, sociais e de governança; e o regime de relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade instituído pela Resolução CVM nº 193, de 20 de outubro de 2023, posteriormente convertido em regime voluntário pela Resolução CVM nº 244, de 29 de maio de 2026. A avaliação de qualquer alteração no regime do Informe exige, por isso, a consideração da carga informacional total imposta às companhias abertas e do valor de cada instrumento para seus destinatários.

A CVM entende que a oportunidade de receber estudos de diferentes setores da sociedade civil e do mercado — associações representativas, universidades e centros de pesquisa, companhias, investidores, consultorias e demais interessados — permitirá produzir, se determinada pelo Colegiado, uma AIR mais robusta, por incorporar evidência que a Autarquia não produziria sozinha, e mais célere, por reduzir o esforço de coleta primária na fase formal da análise. O prazo de seis meses para o envio de contribuições foi fixado precisamente para viabilizar a elaboração de estudos com esse grau de profundidade, e não apenas de manifestações de opinião.

1.4. O que está fora do escopo desta TPS

Esta TPS não está associada a minuta de ato normativo, não antecipa a decisão do Colegiado quanto ao encaminhamento das propostas da ARR ou quanto à realização ou ao escopo de eventual AIR, não antecipa qualquer resultado dessa análise e não expressa preferência da CVM por qualquer das alternativas regulatórias descritas neste Edital, inclusive as propostas pela própria ARR. A enumeração de hipóteses de trabalho, de alternativas e de questões tem a única finalidade de organizar a coleta de subsídios de forma que permita seu tratamento sistemático. A CVM não se vincula às posições predominantes entre os respondentes.

Tampouco é objeto desta TPS o mérito das práticas de governança corporativa recomendadas pelo CBGC, cuja elaboração não compete à CVM. O objeto é o instrumento regulatório — o dever de divulgação sob a lógica “pratique ou explique” — e a governança do documento que lhe serve de referência, na medida em que esta afeta o conteúdo, a atualidade e a utilidade da informação exigida.

As contribuições recebidas serão consideradas em eventual relatório de AIR, na forma do art. 6º, inciso VIII, do Decreto nº 10.411/2020 e do art. 17, inciso VIII, da Resolução CVM nº 67/2022. Não será necessariamente elaborado relatório específico de análise desta TPS, sem prejuízo da divulgação de síntese das contribuições válidas recebidas, com indicação, em linhas gerais, de seu aproveitamento nas etapas subsequentes. O relatório de AIR, se realizado, será divulgado publicamente após apreciação e aprovação pelo Colegiado, ressalvadas as informações com restrição de acesso nos termos da legislação aplicável (art. 21 da Resolução CVM nº 67/2022). A CVM não está obrigada a comentar ou a considerar individualmente cada manifestação, podendo agrupá-las por conexão e desconsiderar as repetitivas ou as de conteúdo não conexo ou irrelevante para a matéria (art. 19, parágrafo único, do Decreto nº 10.411/2020).

1.5. Postura metodológica

A CVM adota nesta TPS, e adotará em eventual AIR subsequente, a postura de ceticismo própria da investigação científica: as afirmações correntes sobre os efeitos do regime informacional — em qualquer direção — são tratadas como hipóteses a serem submetidas a evidência, e não como premissas. Isso vale igualmente para as conclusões da ARR, que são aqui submetidas a contraditório. Pede-se aos respondentes que procedam da mesma forma: que distingam o que sabem do que supõem, que informem fonte, período e método de cada dado apresentado, que declarem os limites de suas estimativas e que apresentem, quando existir, a evidência contrária à sua posição. A utilidade de uma contribuição para a AIR será função de sua verificabilidade, não da posição que sustenta.

Os interessados podem consultar, para orientação quanto à estrutura e à metodologia dos relatórios de AIR e de ARR, os guias federais de análise de impacto regulatório e de avaliação de resultado regulatório.[ix]

2. Contexto normativo

2.1. Antecedentes

A competência da CVM para expedir normas sobre a natureza das informações que as companhias abertas devem divulgar e sobre a periodicidade da divulgação decorre do art. 22, § 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976.[x] Com base nela, a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, instituiu o Formulário de Referência como principal documento periódico de divulgação dos emissores, com seções dedicadas à administração, à assembleia geral, ao conselho de administração, à remuneração dos administradores, ao gerenciamento de riscos e controles internos e às transações com partes relacionadas.

Em novembro de 2016, o Grupo de Trabalho Interagentes (GT Interagentes), coordenado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e composto por onze entidades do mercado de capitais,[xi] publicou o Código Brasileiro de Governança Corporativa — Companhias Abertas, estruturado em cinco capítulos (acionistas; conselho de administração; diretoria; órgãos de fiscalização e controle; ética e conflito de interesses), 31 princípios e 54 práticas recomendadas.[xii] O CBGC foi elaborado com finalidade regulatória, a partir do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (5ª edição, 2015) e do modelo “pratique ou explique” do então Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas. Não foi objeto de revisão desde sua publicação.

2.2. A Instrução CVM nº 586/2017 e o regime vigente

Após a Audiência Pública SDM nº 10/16, a Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017, alterou a Instrução CVM nº 480/2009 para instituir o Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa — Companhias Abertas (Informe de Governança Corporativa ou Informe), documento periódico anual em que o emissor indica, para cada prática recomendada pelo CBGC, se a adota, se a adota parcialmente ou se não a adota, e, nas duas últimas hipóteses, apresenta justificativa. À época, não havia obrigatoriedade de AIR para a edição de normas da Autarquia.

O regime foi consolidado, sem alteração de mérito, no art. 32 e no Anexo D da Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022. Em síntese, pelo texto vigente:

(a) o emissor registrado na categoria A autorizado por entidade administradora de mercado à negociação de ações ou de certificados de depósito de ações em bolsa de valores deve entregar o Informe em até sete meses contados da data de encerramento do exercício social (art. 32, parágrafo único);[xiii]

(b) o Informe segue o modelo constante do Anexo D, que reproduz as práticas recomendadas do CBGC e exige, para cada uma, a indicação de adoção integral, adoção parcial ou não adoção, acompanhada de justificativa nas duas últimas hipóteses, sem prescrever conteúdo mínimo para a justificativa;

(c) os emissores registrados na categoria B e os emissores da categoria A sem ações ou certificados de depósito de ações admitidos à negociação em bolsa não estão sujeitos ao Informe;

(d) desde 2 de janeiro de 2026, as Companhias de Menor Porte que optem pelo Regime FÁCIL, instituído pelas Resoluções CVM nº 231 e nº 232, de 3 de julho de 2025, podem fazer jus à dispensa de divulgação do Informe, entre outras dispensas regulatórias.[xiv]

Não há, no regime vigente, previsão de revisão periódica do Anexo D nem mecanismo institucional que vincule a atualização do CBGC à atualização do Informe. Eventual revisão do Código pelo GT Interagentes não produz efeito automático sobre a norma; eventual alteração do Anexo D pela CVM independe de revisão do Código.

2.3. A Avaliação de Resultado Regulatório de 2024

A ARR sobre o Informe de Governança Corporativa foi elaborada pela ASA no contexto da Agenda CVM de Avaliação Regulatória 2023-2026, com apoio técnico do Núcleo de Prática Jurídica da FGV Direito Rio, e publicada em 16 de dezembro de 2024.[xv] O estudo adotou abordagem em três blocos: (i) análise da regulação existente, de sua evolução e de sua aderência à experiência internacional, com mensuração do grau de sobreposição entre as práticas do CBGC e outras normas; (ii) avaliação de eficácia sob a perspectiva das companhias, por meio de indicadores de evolução da adesão às práticas; e (iii) avaliação de eficácia sob a perspectiva dos destinatários, por meio de indicadores de qualidade das justificativas e de acesso ao Informe.

A ARR formulou o problema regulatório em duas árvores: a assimetria informacional entre companhias abertas emissoras e investidores, ou entre acionistas controladores e minoritários, da qual o Informe seria mitigador direto; e os conflitos de agência e de interesse, dos quais seria mitigador indireto, ao ampliar as condições de avaliação e fiscalização pelos acionistas.[xvi] Concluiu, em linhas gerais, que, embora as companhias estejam aderindo mais às práticas recomendadas, a evolução qualitativa das justificativas mantém-se estagnada em níveis minimamente satisfatórios e o engajamento do público permanece aquém do esperado, de modo que a introdução do normativo possui alguma influência positiva para fins de eficácia, porém de maneira limitada.[xvii]

Com base nesses achados, a ARR apresentou três propostas, transcritas a seguir por constituírem o objeto imediato desta TPS:[xviii]

(a) "Revisar e integrar o conteúdo do *disclosure* do Informe de Governança ao Formulário de Referência, intentando: i) reduzir o nível de sobreposição normativa; ii) reduzir custos de observância, do lado das companhias e dos investidores; iii) fornecer maior visibilidade ao *disclosure* temático de governança corporativa, utilizando a maior exposição relativa do Formulário de Referência; iv) maior aderência às práticas de jurisdições consideradas economicamente mais desenvolvidas e com tradição na temática de governança corporativa."

(b) "Revisão da estrutura de governança associada ao CBGC, buscando promover uma rotina de avaliação e atualização tempestiva do Código e do regime de *disclosure* que intente: i) reduzir o nível de sobreposição normativa; ii) tornar o conteúdo do Código sempre atualizado em relação aos desdobramentos recentes na temática de governança corporativa."

Registra-se que a ARR contém duas seções numeradas como "IV" — "Objetivos regulatórios e árvores de problema regulatório" (p. 29-31) e "Benchmark internacional" (p. 32-56) —, razão pela qual este Edital remete às seções da ARR por título e página, e não apenas por número.

2.4. Desdobramentos posteriores

Após a publicação da ARR, três desenvolvimentos são relevantes para a delimitação do problema. Primeiro, a Avaliação de Resultado Regulatório da Resolução CVM nº 59/2021, publicada pela ASA em 2026, examinou a eficácia dos campos de informações ambientais, sociais e de governança do FRE e dedicou seção específica às redundâncias entre esses campos, o Anexo D da Resolução CVM nº 80/2022 e os Pronunciamentos Técnicos CBPS 01 e CBPS 02.[xix] Segundo, a Resolução CVM nº 244/2026 converteu em voluntário o regime de relatório de informações financeiras relacionadas à sustentabilidade da Resolução CVM nº 193/2023. Terceiro, o Regime FÁCIL, em vigor desde 2 de janeiro de 2026, introduziu a primeira dispensa subjetiva do Informe, cujo efeito sobre a população de emissores sujeitos ao documento ainda não é observável.

3. Delimitação do problema regulatório e hipóteses de trabalho

3.1. Formulação do problema

A justificativa microeconômica usualmente apresentada para regimes de divulgação de práticas de governança corporativa sob a lógica "pratique ou explique" é a redução da assimetria informacional entre as companhias emissoras (e seus administradores ou controladores) e seus investidores, vigentes e prospectivos, quanto aos mecanismos internos que condicionam os custos de agência e os conflitos de interesse.[xx] Diferentemente de um mandato de conduta, o modelo não impõe a adoção de prática alguma: exige que a companhia declare sua posição em relação a um conjunto de práticas de referência e justifique os desvios, transferindo aos investidores — e não ao regulador — o juízo sobre a adequação de cada escolha. A eficácia do modelo depende, portanto, de três condições cumulativas: que o conjunto de práticas de referência seja relevante e atualizado; que as justificativas sejam informativas, e não meramente formais; e que exista demanda efetiva pela informação por parte de destinatários capazes de exercer disciplina de mercado.[xxi]

A literatura registra que o modelo tende a apresentar dois modos de falha característicos. O primeiro é a convergência das justificativas para fórmulas padronizadas (*boilerplate*), que satisfazem formalmente o dever de explicar sem transmitir informação útil; esse fenômeno foi documentado no Reino Unido, na Alemanha e no Japão, e motivou a Recomendação 2014/208/UE da Comissão Europeia sobre a qualidade das explicações.[xxii] O segundo é a fraca disciplina de mercado em estruturas de propriedade concentrada, nas quais o acionista controlador não depende da avaliação dos minoritários para manter o controle e o custo de uma justificativa insatisfatória é, por isso, reduzido. A estrutura de propriedade predominante entre as companhias abertas brasileiras — controle definido e *free float* limitado — torna essa segunda condição especialmente relevante para o caso em exame.[xxiii]

A matéria situa-se no âmbito das competências da CVM por força do art. 4º da Lei nº 6.385/1976, em especial dos incisos IV ("proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra [...] o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários") e VI ("assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido"), e do art. 22, § 1º, inciso I, da mesma Lei. A Lei também atribui à CVM os objetivos de "estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários" (art. 4º, inciso I) e de "promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações" (art. 4º, inciso II), que podem ser afetados por custos de observância que reduzam a atratividade do mercado para emissores. A ponderação entre esses objetivos é parte do problema a ser analisado, e não um dado prévio. Sinaliza-se que apenas os problemas regulatórios sob a égide dos mandatos legais da CVM são passíveis de análise e ponderação em sua eventual Análise de Impacto Regulatório.

Três particularidades do instrumento em exame merecem registro para orientar as contribuições. Primeira: o Informe não cria deveres de conduta; cria dever de divulgação cujo conteúdo é definido por documento elaborado por terceiros. Segunda: parte substancial das práticas de referência tornou-se, após 2017, objeto de norma cogente (lei ou regulação) ou de regra de listagem, ou passou a ser descrita em campos específicos do FRE, de modo que o valor informacional incremental do Informe varia de prática para prática e de segmento para segmento. Terceira: o Informe é o único documento periódico da CVM cujo conteúdo depende de documento externo sem rotina de atualização, o que torna a governança do CBGC parte do problema regulatório, e não apenas de sua solução.

3.2. Evidência já disponível à CVM

A ARR apurou que 77,7% das práticas do CBGC apresentavam, em 2024, algum nível de sobreposição normativa: 9,3% com leis federais, 57,4% com campos do FRE e 11,1% com regulamentos de segmentos especiais de listagem, consideradas apenas a sobreposição mais severa para cada prática.[xxiv] O percentual agregado de respostas "sim" às práticas recomendadas passou de 50,62% em 2019 para 65,53% em 2023, com aumento em todos os capítulos, ressalvando a própria ARR que a melhoria pode estar correlacionada ao aprimoramento de outros instrumentos, em especial ao maior peso do segmento Novo Mercado no conjunto de companhias abertas no período; algumas práticas mantiveram adesão inferior a 30% e outras registraram mais de 90% de respostas "não se aplica".[xxv] Os indicadores de qualidade das justificativas (clareza, concisão e satisfação) permaneceram estagnados no período, com elevada taxa de repetição de conteúdo entre exercícios.[xxvi] Em 2023, o Informe registrou 16.772 visualizações e 8.499 usuários únicos nos sistemas da CVM, com média de 1,97 acesso por usuário, contra 64,81 para o FRE.[xxvii]

Quanto a custos, o Projeto Custo de Observância da CVM estimou, em valores atualizados até agosto de 2024, custo anual de atualização do Informe de aproximadamente R$ 20 mil para companhia de grande porte e R$ 7,2 mil para companhia de menor porte, em comparação com R$ 2.714 mil e R$ 770 mil, respectivamente, para o FRE. O custo inicial de elaboração do Informe não foi mensurado.[xxviii] Os registros de entrega do Informe e do FRE no sistema eletrônico da CVM, bem como os dados de acesso a esses documentos, podem ser utilizados pela ASA para cotejo com as contribuições recebidas.

3.3. Hipóteses de trabalho

As hipóteses abaixo organizam a coleta de subsídios. A CVM não as endossa nem as rejeita; busca evidência que as corrobore ou as refute. Várias delas correspondem a conclusões da ARR e são aqui reapresentadas como hipóteses, e não como resultados assentados.

H1 — Valor informacional residual. Após as obrigações de divulgação vigentes (Formulário de Referência ou FRE, em especial as seções relativas a assembleia geral e administração, remuneração, gerenciamento de riscos e controles internos, transações com partes relacionadas e negociação de valores mobiliários; estatutos e políticas divulgados; regulamentos de listagem), o conteúdo informacional incremental do Informe concentra-se em um subconjunto reduzido de práticas, e é maior para companhias fora dos segmentos especiais de listagem.

H2 — Padronização das justificativas. Na ausência de conteúdo mínimo exigido e de atuação de supervisão contínua da CVM da qualidade das explicações (a qual representa custos de observância), as justificativas de não adoção ou de adoção parcial convergem para fórmulas padronizadas e repetidas entre exercícios, de baixo valor informacional para o investidor.

H3 — Distribuição da utilidade da informação. A utilidade do Informe concentra-se em investidores institucionais, não residentes, consultores de voto e provedores de índices e de dados de governança; investidores pessoas naturais dele se beneficiam sobretudo indiretamente, por meio de veículos de investimento coletivo.

H4 — Custo modesto, porém cumulativo. O custo direto de atualização do Informe é reduzido em relação ao FRE, mas seu custo inicial e a carga cumulativa das obrigações informacionais das companhias abertas — inclusive as introduzidas após 2017 — são proporcionalmente maiores para companhias de menor porte e de estrutura societária menos complexa, o que poderia inibir aberturas de capital.

H5 — Obsolescência do referencial. A ausência de rotina institucional de revisão do CBGC reduz progressivamente a relevância do conjunto de práticas de referência, seja porque práticas se tornaram cogentes, seja porque temas emergentes de governança não foram incorporados, e a ausência de responsável definido pela atualização é causa, e não sintoma, desse quadro.

H6 — Atribuição causal indeterminada. O aumento observado na adesão às práticas entre 2019 e 2023 é atribuível predominantemente a fatores distintos do Informe — alterações legais, migração de companhias para o Novo Mercado, mudança na composição da população de emissores — e não ao regime “pratique ou explique” em si.

H7 — Disciplina de mercado limitada. Em razão da estrutura de propriedade concentrada, a sinalização contida no Informe tem efeito reduzido sobre preço, custo de capital, elegibilidade para carteiras ou engajamento de acionistas, e os desvios em relação ao Código raramente geram consequência observável para a companhia.

3.4. Padrões de evidência

As contribuições serão classificadas, para fins de tratamento na AIR, segundo a natureza da evidência apresentada: (i) dados primários da própria entidade respondente, com indicação de período e método de apuração; (ii) dados agregados de associados ou de clientes, com indicação do número de entidades e do critério de agregação; (iii) estudos empíricos, publicados ou não, com descrição da amostra, do desenho de identificação e das limitações; (iv) análise argumentativa fundamentada em fontes verificáveis; (v) opinião. Todas as categorias são bem-vindas; a CVM registra, contudo, que as categorias (i) a (iii) são as que mais contribuem para a análise quantitativa exigida pelo art. 17 do Decreto nº 10.411/2020.

Solicita-se aos respondentes que declarem eventual interesse econômico direto no resultado da regulação (por exemplo, prestação de serviços de consultoria em governança corporativa, de recomendação de voto, de provimento de dados ou de elaboração de códigos e certificações). A declaração não desqualifica a contribuição; permite apenas que a CVM a pondere adequadamente.

3.5. Tratamento das contribuições e triangulação

As contribuições válidas serão tabuladas por questão e por categoria de respondente. A ASA poderá cotejar os subsídios recebidos com fontes independentes, entre as quais: a base histórica dos Informes entregues desde 2018 e dos FRE correspondentes; os dados de acesso aos documentos nos sistemas da CVM; os regulamentos e a composição dos segmentos de listagem; dados de mercado (preços, liquidez, cobertura de analistas, estrutura de propriedade, presença de investidores não residentes); e, se necessário, levantamentos dirigidos a amostras estratificadas de companhias e investidores, de modo a mitigar o viés de autosseleção inerente a consultas abertas.

4. Glossário

Para os fins deste Edital:

CBGC ou Código — Código Brasileiro de Governança Corporativa — Companhias Abertas, publicado pelo GT Interagentes em 2016, cujas práticas recomendadas constam do Anexo D da Resolução CVM nº 80/2022.

Informe — Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa — Companhias Abertas, documento periódico anual previsto no art. 32 e no Anexo D da Resolução CVM nº 80/2022, também designado Informe de Governança Corporativa.

“Pratique ou explique” — modelo de divulgação em que o emissor declara se adota cada prática de um conjunto de referência e justifica a não adoção ou a adoção parcial, sem que a adoção seja obrigatória;

equivalente às expressões *comply or explain*, *apply or explain* e *if not, why not* utilizadas em outras jurisdições.

Sobreposição normativa — situação em que o conteúdo de uma prática recomendada é, no todo ou em parte, objeto de norma cogente (lei ou regulação), de campo específico de outro documento periódico ou de regra de listagem, conforme critério adotado na ARR.

Adesão (ou *compliance*) — proporção de respostas "sim" (adoção integral) ao conjunto de práticas do Anexo D, conforme metodologia da ARR; não se confunde com cumprimento de norma cogente.

Segmentos especiais de listagem — segmentos de negociação da B3 com regras de governança adicionais às legais e regulamentares (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais), de adesão voluntária e natureza contratual.

Custo de observância — custos, diretos e indiretos, incorridos pelos agentes econômicos para estar em conformidade com as exigências regulatórias, e pelo regulador para monitorar e fiscalizar seu cumprimento (art. 2º, inciso IV, do Decreto nº 10.411/2020; art. 2º, inciso VIII, da Resolução CVM nº 67/2022).

Eficácia / eficiência — eficácia é a capacidade do instrumento de produzir os resultados pretendidos, independentemente dos recursos despendidos; eficiência é a relação entre os resultados obtidos e os recursos despendidos. A ARR avaliou a primeira dimensão; esta TPS busca subsídios para ambas.

5. Questões

As questões estão organizadas segundo os incisos do art. 6º do Decreto nº 10.411/2020 (e do art. 17 da Resolução CVM nº 67/2022). Para cada questão indicam-se o tipo de resposta esperada — (Q) quantitativa, com unidade e período de referência; (O) ordenação; (F) fechada, com alternativas; (A) aberta argumentativa; (D) dado ou documento — e os destinatários **preferenciais** — CIA (companhias abertas e demais emissores); INV (investidores correntes ou prospectivos, pessoas naturais ou jurídicas, e alguns tipos regulamentares auxiliares nas tarefas de análise de valores mobiliários ou de gestão de carteira, como administradores de recursos de terceiros, consultores e analistas de valores mobiliários, ou agências classificadoras de risco de crédito); CONS (consultorias em governança corporativa, consultores de voto, provedores de dados e de índices, escritórios de advocacia e demais prestadores de serviços a mais de um tipo de participante); ASSOC (associações representativas, autorreguladores e entidades elaboradoras de códigos); INFRA (administradores de mercado organizado, intermediários e demais infraestruturas de mercado); ACAD (academia e centros de pesquisa); REG (outros reguladores e órgãos públicos); TODOS. A indicação de destinatários é **orientativa**; qualquer interessado pode responder a qualquer questão. Os respondentes não são obrigados a responder a todas as questões.

<u>Bloco 0 — Identificação do respondente</u>

Q.0.1 Categoria do respondente: CIA / INV / CONS / ASSOC / INFRA / ACAD / REG / outro (especificar). (F)

Q.0.2 Para CIA: categoria de registro (A ou B); segmento de listagem; setor de atividade conforme classificação da CVM; faixa de receita bruta consolidada no último exercício; enquadramento como Companhia de Menor Porte (Regime FÁCIL) e, se for o caso, opção pela dispensa do Informe; natureza do controle (definido nacional, definido estrangeiro, estatal, pulverizado); faixa de *free float*; existência de listagem ou registro em outra jurisdição e sujeição a código de governança estrangeiro. (F)

Q.0.3 Para INV: tipo (fundo de investimento, gestor de recursos, entidade fechada de previdência complementar, seguradora, instituição financeira, investidor não residente, consultor de voto, analista, pessoa natural, pessoa jurídica distinta das demais); faixa de ativos sob gestão ou custódia; declaração como investidor qualificado ou profissional, nos termos da Resolução CVM nº 30/2021; existência de política de voto ou de engajamento que utilize informações de governança corporativa; sujeição a código de *stewardship* ou a norma própria que exija diligência quanto à governança das investidas. (F)

Q.0.4 Para CONS: tipo de serviço prestado; número de companhias abertas atendidas em serviços relacionados ao Informe ou ao CBGC em 2024 e em 2025; participação desses serviços na receita da entidade (faixa). (F/Q)

Q.0.5 Para ASSOC: número e perfil das entidades representadas; participação, atual ou pretérita, no GT Interagentes ou em outra iniciativa de elaboração de código; se a manifestação reflete deliberação formal, consulta aos associados ou posição da diretoria; existência de dissenso relevante entre associados quanto à matéria. (F/A)

Q.0.6 Declaração de interesse econômico direto no resultado da regulação, nos termos da seção 3.4. (F/A)

Bloco A — Problema regulatório (art. 6º, inciso II)

Este bloco busca evidência sobre a existência, a extensão e as causas do problema regulatório, sobre a adequação da forma como a ARR o formulou ("Objetivos regulatórios e árvores de problema regulatório", p. 29-31) e como a CVM o reformulou na seção 3.1 deste Edital.

Q.1 Que lacunas, omissões ou erros o respondente identifica na formulação do problema regulatório constante das árvores de problema da ARR e da seção 3.1 deste Edital? As duas árvores — assimetria informacional e conflitos de agência e de interesse — são adequadas, redundantes ou incompletas? Indique bibliografia e bases de dados que a CVM deva consultar. (A/D) — TODOS.

Q.2 Considerando as obrigações de divulgação vigentes (FRE, políticas e estatutos divulgados, regulamentos de listagem, normas cogentes), quais informações relevantes para a avaliação da governança de uma companhia aberta não estão disponíveis, não são comparáveis entre emissores ou não são confiáveis no regime atual? Indique cada item de informação, a prática do Anexo D que o supre e a razão pela qual os demais instrumentos não o fazem. Responda, se possível, prática a prática, distinguindo companhias do Novo Mercado, dos demais segmentos especiais e do segmento tradicional. (A/D) — TODOS.

Q.3 A metodologia de mensuração da sobreposição normativa adotada pela ARR (Tabela 2 e Tabela 3, p. 16-27) é adequada? O respondente identifica práticas classificadas incorretamente, sobreposições

parciais tratadas como integrais (ou o inverso), ou complementaridades — informação sintética ou avaliativa do Informe que agrega valor mesmo quando o dado subjacente consta do FRE — não capturadas pelo indicador? (A/D) — TODOS.

Q.4 Por quais canais a eventual lacuna informacional em governança corporativa majoritariamente afeta resultados de mercado no Brasil: custo de capital próprio, custo de dívida, liquidez, dispersão de previsões de analistas, desconto de avaliação, elegibilidade em índices ou em mandatos de investidores não residentes, participação em assembleias, resultado de votações ou outro? Apresente evidência empírica, preferencialmente relativa ao mercado brasileiro, com fonte, período e método. (A/D) — INV, ACAD.

Q.5 Que evidência existe sobre o uso do Informe por investidores pessoas naturais no Brasil, de forma direta e de forma indireta (por meio de fundos de investimento, previdência complementar e seguros)? Os dados de acesso apurados pela ARR (“Evolução do acesso ao Informe de Governança”, p. 92-96) são indicador adequado de uso? Que outros indicadores de demanda o respondente propõe? (Q/A/D) — INV, ACAD, ASSOC, INFRA.

Q.6 A caracterização feita na seção 3.1 — de que a eficácia do modelo “pratique ou explique” depende da relevância do referencial, da qualidade das justificativas e da existência de demanda capaz de exercer disciplina de mercado — é adequada? Qual dessas condições o respondente considera menos atendida no Brasil, e com base em que evidência? (A) — TODOS.

Q.7 A ARR registrou que a evolução da adesão às práticas entre 2019 e 2023 pode estar correlacionada a fatores distintos do Informe (H6). Que desenho de identificação o respondente propõe para isolar o efeito do regime “pratique ou explique” — por exemplo, comparação entre companhias sujeitas e não sujeitas ao Informe, entre segmentos de listagem, ou em torno de eventos como a entrada em vigor da Lei nº 14.195/2021 e da Resolução CVM nº 168/2022 — e que dados seriam necessários? (A/D) — ACAD, INV.

Bloco B — Agentes afetados (art. 6º, inciso III)

Este bloco busca identificar e quantificar os grupos afetados pelo problema regulatório e pelas alternativas para seu enfrentamento, bem como a distribuição de custos e benefícios entre eles.

Q.8 Quais grupos de participantes regulados ou tutelados pela CVM o respondente identifica como afetados? Quantifique, quando possível, cada novo grupo identificado (número de entidades, valor envolvido). (A/Q) — TODOS.

Q.9 Quantas pessoas e quais áreas (jurídico ou secretaria de governança, relações com investidores, *compliance*, auditoria interna, conselho de administração) participam da elaboração e da atualização do Informe? Qual órgão aprova o documento? A companhia já produz informação equivalente para outro destinatário (controlador, provedor de índice, consultor de voto, agência de classificação, regulador estrangeiro)? Em caso afirmativo, qual, para quem e com que periodicidade? (Q/F) — CIA.

Q.10 Existe uso profissionalizado do Informe em processos internos de investidores — política de voto, análise de elegibilidade, engajamento, *rating* interno de governança, precificação? Descreva o uso, indique quais práticas do Anexo D são efetivamente consultadas e quais são redundantes em relação a

fontes já disponíveis, e informe se o uso se dá diretamente ou por intermédio de consultor de voto ou provedor de dados. (F/A) — INV.

Q.11 Quem suporta, em última instância, o custo de observância do Informe (acionista controlador, acionistas minoritários, consumidores) e quem se apropria do benefício informacional? A estrutura de propriedade predominante nas companhias brasileiras altera essa distribuição em relação a jurisdições de capital disperso? Apresente evidência. (A/D) — ACAD, INV, ASSOC.

Q.12 Entidades sujeitas a outros reguladores nacionais (instituições financeiras, entidades de previdência complementar, seguradoras) ou a códigos de *stewardship* dependem do Informe para cumprir deveres próprios de diligência ou de voto? Quais deveres, com base em quais normas ou códigos, e qual a alternativa de obtenção da informação na ausência do Informe? (A/D) — INV, REG, ASSOC.

Bloco C — Fundamentação legal (art. 6º, inciso IV)

Q.13 Os incisos IV e VI do art. 4º e o art. 22, § 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976 são fundamento suficiente para a exigência de divulgação de aderência a código de governança elaborado por entidade privada, ainda que sem fins lucrativos? Há limites jurídicos à remissão, em norma da CVM, a documento cuja elaboração e atualização não competem à Autarquia? Fundamente com base na legislação e, se houver, em doutrina e jurisprudência. (A) — TODOS.

Q.14 Caso a elaboração ou a atualização do CBGC passe a ser conduzida pela CVM ou por entidade por ela designada (por exemplo, alternativas II.1, II.2, II.3 e II.4 do Bloco G), quais os fundamentos e os limites dessa competência, inclusive quanto à distinção entre recomendação de prática e imposição de dever de conduta? (A) — TODOS.

Bloco D — Objetivos regulatórios (art. 6º, inciso V) e monitoramento (art. 6º, inciso XII)

Q.15 Quais devem ser os objetivos regulatórios da CVM na matéria, distinguindo objetivos finalísticos e objetivos-meio, e como se hierarquizam em face dos incisos I, II, IV e VI do art. 4º da Lei nº 6.385/1976? O estímulo à adoção de práticas de governança — finalidade declarada quando da criação do Informe — é objetivo regulatório legítimo da CVM ou apenas efeito indireto de seu mandato informacional? (A/O) — TODOS.

Q.16 Há objetivo que não possa ser sacrificado em qualquer ponderação com outros objetivos? Qual, e por quê? (A) — TODOS.

Q.17 Proponha até cinco indicadores para monitorar o atingimento dos objetivos sob o regime vigente e sob as alternativas descritas no Bloco G, informando, para cada um: métrica, fonte de dados, valor de referência atual (se conhecido) e periodicidade de apuração. Os três indicadores da ARR (adesão, qualidade das justificativas e acesso) são adequados e suficientes? Que indicador de resultado — e não apenas de produto — o respondente considera mensurável? (D/Q) — TODOS.

Bloco E — Experiência internacional (art. 6º, inciso IX)

A ARR examinou com maior profundidade os regimes dos Estados Unidos, do Reino Unido, da Alemanha e do Japão e comparou, para 26 jurisdições, o escopo subjetivo dos códigos e a forma de divulgação (documento apartado ou parte do relatório anual), com base nos códigos nacionais e no *Corporate Governance Factbook* da OCDE ("Benchmark internacional", p. 32-56).[xxix] A regulação internacional está em contínua alteração e o mapeamento pode conter informações desatualizadas na data de publicação deste Edital.

Q.18 Indique erros, desatualizações e omissões no mapeamento internacional constante da ARR, com fonte e data. Que jurisdições comparáveis ao Brasil quanto à estrutura de propriedade (por exemplo, Itália, Espanha, Coreia do Sul, Chile, México) mereceriam exame específico e por quê? (D/A) — TODOS.

Q.19 Que instrumentos adotados em outras jurisdições para elevar a qualidade das explicações — conteúdo mínimo obrigatório, orientações do regulador com exemplos, revisão amostral anual com divulgação de resultados, exigência de indicação de prazo para adequação, consequências para justificativas meramente formais — são transferíveis ao contexto brasileiro, e quais não são? Apresente evidência sobre os efeitos observados desses instrumentos nas jurisdições de origem.[xxx] (A/D) — TODOS.

Q.20 Que evidência existe sobre os efeitos de cada modelo de governança dos códigos — elaboração por comissão nomeada pelo regulador ou pelo governo, por órgão de autorregulação, por entidade privada com acordo formal, ou pelo próprio regulador — sobre a periodicidade de atualização, a qualidade do conteúdo e a legitimidade do código perante os agentes? (A/D) — ACAD, ASSOC, REG.

Q.21 Em algumas jurisdições asiáticas, o regulador ou a bolsa passou a solicitar às companhias a divulgação periódica de planos de ação voltados à gestão consciente do custo de capital e do valor de mercado, em complemento ao código de governança.[xxxi] O respondente considera que iniciativa análoga, de caráter público, autorregulatório ou privado, seria apropriada ao mercado brasileiro? Em caso afirmativo, como deveria relacionar-se — em termos de complementaridade, prioridade ou substituição — com as divulgações atualmente exigidas, inclusive as não estritamente conexas com a dimensão do valor econômico ao acionista? Apresente evidência sobre os efeitos observados dessas iniciativas. (A/D) — TODOS.

Q.22 Para companhias sujeitas a código de governança de outra jurisdição (por listagem dupla ou por controle estrangeiro): qual a sobreposição, em percentual de práticas, entre esse código e o Anexo D? Qual o custo incremental de responder também ao Informe? Um regime de equivalência seria adequado, e com que salvaguardas? (Q/A) — CIA, INV.

Bloco F — Eficácia e efeitos observados do regime vigente (art. 6º, inciso X; art. 13 do Decreto nº 10.411/2020)

Este bloco submete a contraditório as conclusões da ARR e busca evidência factual — decisões efetivamente tomadas, dispêndios efetivamente incorridos, usos efetivamente realizados — e não apenas juízos prospectivos. As respostas podem ser apresentadas de forma agregada, na forma da seção 6.3.

Q.23 Quais outros conjuntos de evidências, quantitativas ou qualitativas, são capazes de corroborar ou de refutar as conclusões da ARR quanto à adesão, à qualidade das justificativas e ao acesso ("Apresentação e análise de indicadores de eficácia da regulação", p. 57-96)? Indique bases de dados, estudos e metodologias. (A/D) — TODOS.

Q.24 A exigência do Informe motivou, desde 2018, alguma alteração concreta nas práticas de governança da companhia emissora (por exemplo, alteração estatutária, criação de comitê, aprovação de política, revisão de composição do conselho)? Identifique a prática, o exercício e o órgão que deliberou. Alternativamente, a companhia mantém, deliberadamente, não adoção de práticas do Anexo D e considera a justificativa apresentada suficiente? (F/A) — CIA.

Q.25 A justificativa apresentada para práticas não adotadas ou parcialmente adotadas foi objeto de revisão de conteúdo em cada exercício ou foi mantida sem alteração? Se mantida, por quê? A companhia recebeu, de investidores, consultores de voto ou outros interessados, questionamento sobre o conteúdo de alguma justificativa? (F/A) — CIA, CONS.

Q.26 Houve, nos últimos trinta e seis meses, decisão concreta — voto, engajamento, exclusão ou inclusão em universo de investimento, dimensionamento de posição, precificação — motivada, no todo ou em parte, por informação constante do Informe e não disponível em outra fonte? Descreva o caso, com identificação da prática e, se possível, da companhia, ou, se a identificação não for possível, com descrição suficiente para verificação. (F/A) — INV.

Q.27 Sob o regime vigente, a resposta "não" ou "parcialmente" a uma prática, ou o conteúdo da justificativa, é interpretada pelo investidor como sinal informativo? Qual sinal, e com que consequência prática para a análise (preço, elegibilidade, engajamento, voto)? Há diferença entre companhias de controle definido e de capital pulverizado? (A) — INV.

Q.28 Que práticas do Anexo D o respondente considera obsoletas, redundantes, inaplicáveis à generalidade das companhias (por exemplo, as relativas a sociedades de economia mista) ou, inversamente, ausentes do Código apesar de relevantes (por exemplo, temas de governança emergentes desde 2016)? Fundamente com referência a códigos ou normas de outras jurisdições ou a evidência empírica. (A/D) — TODOS.

Q.29 Que deficiências recorrentes o respondente identifica nos Informes disponíveis no sistema eletrônico da CVM (por exemplo, inconsistência entre a resposta ao Informe e o conteúdo do FRE ou do estatuto; justificativa que não corresponde à prática; resposta "não se aplica" sem fundamento)? Quais podem ser tratadas por atividade de supervisão, a despeito dos custos de supervisão, e quais exigiriam revisão do próprio Anexo D? (A/D) — INV, CONS, ACAD.

Q.30 A ausência de atualização do CBGC desde 2016 afetou decisões concretas do respondente — por exemplo, adoção de outro referencial (código do IBGC, códigos estrangeiros, critérios de provedores de índices) em substituição ou em complemento ao Anexo D? Descreva a decisão e o referencial adotado. (F/A) — CIA, INV, CONS.

Q.31 Até onde existe o risco de sobreposição informacional ou mesmo confusão informacional das divulgações do Informe e divulgações exigidas nos padrões IFRS S1 e S2, atualmente de adesão voluntária por força da Resolução CVM nº 244? Em especial, as informações referentes a "governança" e "gestão de riscos" exigidas nos padrões IFRS confundem-se com aquelas exigidas no Informe (ou mesmo com aquelas já exigidas no FRE)? (A/D) — CIA, INV, CONS.

Bloco G — Alternativas regulatórias (art. 6º, inciso VI)

Para orientar as manifestações, a CVM apresenta a seguir um conjunto não exaustivo de alternativas concebíveis para o enfrentamento do problema regulatório delineado, levando em conta possíveis objetivos regulatórios conflitantes, entre as quais se incluem a não ação, as propostas da ARR e soluções não normativas. As alternativas estão organizadas em dois eixos independentes — o regime do Informe e a governança do Código — que podem ser combinados. A enumeração não exprime preferência da Autarquia e não exclui alternativas propostas pelos respondentes.

As seguintes variáveis parâmetro (e algumas possibilidades de opções) foram utilizadas para conceituar as possibilidades de alternativas acerca do Informe:

a) escopo de entidades sujeitas: em termos de regulados, apenas companhias abertas em sua totalidade, subconjuntos de companhias abertas (escopo subjetivo);

b) itens com mandatoriedade regulatória de adesão: todas as práticas, eventuais isenções de práticas, regulação transferindo responsabilidades para autorreguladores (com ou sem aprovação prévia da CVM);

c) comandos acerca das explicações: eventual existência de prescrições ou princípios previstos em norma circunscrevendo as explicações devidas;

d) regras de saída e reingresso: caso uma entidade sujeita possa e decida optar por cessar divulgações

e) local de divulgação: em documento apartado ou com maior integração ao FRE.

Eixo I — Regime do Informe

Alternativa I.1 (*status quo* ou não ação) — manutenção do regime vigente já detalhado acima, tal como estabelecido pelo art. 32 e pelo Anexo D da Resolução CVM nº 80/2022, sem alterações.

Alternativa I.2 (alternativa extrema para regime mandatório) — preenchimento mandatório para todas as companhias, com eventual prescrição e princípios normativos acerca do preenchimento, com regras pouco flexíveis de saída e reingresso

Alternativa I.3 — manutenção do Informe como documento obrigatório e apartado, com revisão de conteúdo: supressão das práticas cuja sobreposição com norma cogente seja integral, reformulação das práticas sobrepostas ao FRE e estabelecimento de conteúdo mínimo para as justificativas de não adoção ou de adoção parcial.

Alternativa I.4 — conversão do Informe em documento de entrega voluntária, com ou sem revisão de conteúdo, mantida a padronização do Anexo D para as companhias que optarem por entregá-lo.

Alternativa I.5 — supressão do Informe como documento apartado e integração ao FRE das práticas consideradas relevantes e não sobrepostas, sob a lógica "pratique ou explique" (proposta 1 da ARR).

Alternativa I.6 — escalonamento do escopo subjetivo, com dispensa ou simplificação para companhias de menor porte, de determinada categoria de registro ou de determinados segmentos de listagem, e manutenção do documento para as demais.

Alternativa I.7 (alternativa extrema em termos de flexibilização) — mera supressão do Informe da regulação da CVM, sem migração de conteúdo, considerando-se suficientes o FRE (acompanhado ou não de uma indicação no FRE acerca do uso extra normativo do CBGC), as normas cogentes e os regulamentos de listagem.

Eixo II — Governança do CBGC

As seguintes variáveis parâmetro (e algumas possibilidades de opções) foram utilizadas para conceituar as possibilidades de alternativas acerca da governança do CBGC, tendo como premissa neste caso que um ou mais códigos de governança corporativa possuirão espaço na sua regulação:

a) definição regulatória da CVM acerca de entidades competentes a produzir códigos de governança corporativa elegíveis à espaço em sua regulação: modulações acerca do perfil jurídico de tais entidades (como tipo societário, limitações referentes aos sócios ou patrocinadores), necessidade de participação da CVM em tais entidades, necessidade de acordos de cooperação da CVM com tais entidades, ou mesmo atribuição à própria CVM da competência de elaboração de código de governança corporativa;

b) definição de critérios de elegibilidade para códigos de governança corporativa: elegibilidade principiológica, ou decisões normativas *ad-hoc* da CVM para aceitação;

Alternativa II.1 (*status quo* ou não ação) — manutenção da elaboração e da atualização do CBGC pelo GT Interagentes, sem formalização de acordo de cooperação técnica com a CVM que estabeleça cronograma de revisão periódica e procedimento de incorporação das revisões ao Anexo D.

Alternativa II.2 — manutenção da elaboração e da atualização do CBGC pelo GT Interagentes, com formalização de acordo de cooperação técnica com a CVM que estabeleça cronograma de revisão periódica e procedimento de incorporação das revisões ao Anexo D.

Alternativa II.3 — assunção pela CVM da definição do conjunto de práticas de referência constante do Anexo D, com ou sem consulta a entidades do mercado por meio de acordos de cooperação técnica.

Alternativa II.4 — atribuição da elaboração e da atualização do CBGC a entidade autônoma, de natureza não regulatória, constituída para esse fim e vinculada à CVM por acordo de cooperação técnica.

Alternativa II.5 — substituição do CBGC, como referencial do Anexo D, por um ou mais códigos já existentes e periodicamente atualizados por outra entidade, mediante critérios de elegibilidade previamente definidos em norma pela CVM.

Q.32 Avalie cada alternativa quanto a custo de conformidade, benefício informacional, exequibilidade, efeito sobre a comparabilidade entre emissores e risco de nova alteração normativa, e ordene-as por preferência dentro de cada eixo, justificando. Proponha, se for o caso, alternativas adicionais ou combinações entre eixos. (O/A) — TODOS.

Q.33 Quanto à alternativa I.4: quais práticas do Anexo D deveriam migrar para o FRE e para quais itens? Que formato — campo de resposta fechada com justificativa, campo descritivo ou referência cruzada — preservaria a comparabilidade que o Anexo D proporciona? Que custo de transição a migração imporia às companhias e aos sistemas de recepção da CVM? (A/Q) — CIA, INV, CONS, INFRA.

Q.34 Quanto ao conteúdo mínimo das justificativas: que elementos a justificativa de não adoção ou de adoção parcial deve conter (por exemplo, motivo determinante, órgão deliberante, prática alternativa adotada, prazo previsto para revisão da decisão)? Esses elementos devem constar de norma ou apenas de orientação da CVM? Apresente exemplo de justificativa que o respondente considere suficiente e exemplo que considere insuficiente. Que consequência deve decorrer de justificativa meramente formal? (A/D) — TODOS.

Q.35 Quanto ao escopo subjetivo (alternativa I.6): qual o critério de corte mais adequado — receita, valor de mercado, segmento de listagem, categoria de registro, *free float*, natureza do controle ou combinação — com indicação do limiar concreto? Companhias sob controle estrangeiro sujeitas a código equivalente devem contar com regime simplificado? Emissores de certificados de depósito de ações merecem tratamento especial? (A/Q) — TODOS.

Q.36 Quanto à governança do Código (eixo II): qual arranjo assegura, simultaneamente, periodicidade de revisão, independência técnica, legitimidade perante os agentes e compatibilidade com a competência normativa da CVM? Que periodicidade de revisão é adequada? Que procedimento deve reger a incorporação de revisões do Código ao Anexo D (consulta pública, prazo de adaptação, aplicação a exercícios futuros)? (A) — TODOS.

Q.37 Independentemente da alternativa escolhida, que ajustes o texto vigente do art. 32 e do Anexo D da Resolução CVM nº 80/2022 exige? Considere, em especial: (i) a interação entre o prazo de sete meses e o calendário de entrega do FRE; (ii) o tratamento das práticas que se tornaram cogentes após 2017; (iii) a interação com a dispensa do Regime FÁCIL; (iv) a ausência de regra de transição para eventual revisão do Código. (A) — TODOS.

Q.38 Que período mínimo de transição e que mecanismo de compromisso institucional (cláusula de revisão datada, agenda plurianual, faseamento pré-anunciado) tornariam crível, para os agentes afetados, qualquer alteração do regime, reduzindo o risco de investimentos não recuperáveis e de nova sucessão normativa? (A) — TODOS.

Bloco H — Impactos, custos regulatórios e riscos (art. 6º, incisos VII, VII-A e X)

Nos termos do art. 2º, inciso IV, do Decreto nº 10.411/2020, os custos regulatórios compreendem os custos, diretos e indiretos, incorridos pelos agentes econômicos para estar em conformidade com as exigências regulatórias, bem como os custos incorridos pelo órgão regulador para monitorar e fiscalizar seu cumprimento.[xxxii] Sugere-se aos respondentes que considerem, nas situações em que for aplicável, a lógica do modelo de custo padrão incremental, isto é, exclusivamente associado à existência do requisito normativo, em relação a um cenário de sua não existência, conforme as alternativas possíveis.[xxxiii]

Q.39 Estime, por meio da planilha-modelo constante do Anexo I, o custo incremental de primeira elaboração do Informe (para companhias que passaram a estar sujeitas ao documento a partir de 2018 ou posteriormente) e o custo incremental recorrente anual de atualização, decompostos em: pessoal interno (horas de "FTE" e custo); assessoria jurídica ou de governança externa; sistemas; aprovação em órgãos colegiados; outros. Informe também a parcela do custo atribuível à elaboração e revisão das justificativas, a parcela fixa e a parcela variável com porte ou segmento, e a razão entre o custo do Informe e o custo anual do FRE. Caso haja itens cuja precificação seja em moeda estrangeira, fornecer em moeda estrangeira e o câmbio utilizado na conversão para reais brasileiros. As estimativas do Projeto Custo de Observância referidas na seção 3.2 são compatíveis com a experiência do respondente? (Q) — CIA, CONS.

Q.40 Que proporção do custo incremental do Informe corresponde a produzir informação ou deliberação que a companhia não teria de outro modo, e que proporção corresponde a reorganizar e reapresentar informação já existente no FRE, no estatuto e nas políticas divulgadas? Fundamente a estimativa. (Q/A) — CIA, CONS.

Q.41 Como os benefícios devem ser medidos? Indique medidas (custo de capital ou prêmio de risco implícito, liquidez, dispersão de previsões de analistas, participação e resultado de votações, engajamento, acesso a capital estrangeiro), fontes de dados disponíveis para o mercado brasileiro e desenhos de identificação viáveis que permitam isolar o efeito do Informe em relação ao das demais obrigações e regras de listagem. (A/D) — ACAD, INV.

Q.42 Quais os custos incrementais de cada alternativa do Bloco G — em especial da supervisão de justificativas (alternativas I.2, III.1 e III.2), da migração ao FRE (alternativa I.4) e da manutenção de estrutura de atualização do Código (eixo II)? Que investimentos em sistemas e em pessoal seriam exigidos do regulador, das administradoras de mercado organizado e de eventual entidade elaboradora do Código? (Q/A) — ASSOC, REG, INFRA, TODOS.

Q.43 Que riscos o respondente associa a cada alternativa do Bloco G, com estimativa de probabilidade e magnitude? Exemplos não exaustivos englobam a perda de comparabilidade com a integração ao FRE; esvaziamento do conteúdo com a conversão em regime voluntário; captura ou paralisia da entidade elaboradora do Código; conflito entre código de referência e regulamentos de listagem; deslocamento da exigência para vias privadas (provedores de índices, consultores de voto, controladores estrangeiros) com menor padronização e sem supervisão pública; nova alteração normativa. É esperada análise em termos de causas e consequências, potencializadores e mitigadores naturais e mitigadores normativos possíveis. (A/Q) — TODOS.

Q.44 Que medidas concretas reduziriam o custo de observância sem reduzir a utilidade da informação para o investidor (por exemplo, supressão de práticas identificadas como redundantes em Q.2 e Q.28, referência cruzada ao FRE em lugar de repetição, pré-preenchimento a partir de dados estruturados, alinhamento de calendário de entrega, formato de arquivamento estruturado)? Ordene-as por relação custo-benefício. (O/A) — TODOS.

Bloco I — Comentários gerais

Q.45 Comentários adicionais, manifestações de caráter geral sobre o Relatório de ARR ou sobre o regime informacional de governança corporativa, bibliografia e bases de dados que a CVM deva consultar, com indicação das questões deste Edital a que se referem. Sugere-se aos respondentes que, ao propor alternativas regulatórias, informem precisamente quais dispositivos infralegais ou legais seriam alterados, observado que a CVM tem autonomia apenas para alterar seus próprios atos normativos e para aprovar mecanismos de autorregulação submetidos à sua apreciação, sem prejuízo da menção a alternativas que dependam de alteração legal. (A/D) — TODOS.

6. Encaminhamento das contribuições

6.1. Forma e prazo

As contribuições devem ser enviadas à Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade da CVM, por correio eletrônico, ao endereço asa@cvm.gov.br, com o assunto “TOMADA PÚBLICA DE SUBSÍDIOS ASA/CVM Nº 01/26”, até seis meses após a publicação. O texto principal deve ser apresentado em formato PDF; dados quantitativos devem ser apresentados, adicionalmente, na planilha-modelo do Anexo I, em formato editável. O participante receberá mensagem de confirmação de recebimento.

6.2. Conteúdo

As contribuições serão mais bem aproveitadas se: indicarem o código das questões a que se referem; forem claras e objetivas, sem prejuízo da fundamentação; apresentarem dados, com fonte, período e método; apresentarem alternativas, quando for o caso, com indicação precisa dos dispositivos normativos ou legais que seriam alterados; e distinguirem evidência de opinião, conforme a seção 3.4. As menções a normas nacionais ou internacionais devem identificar a norma e o dispositivo correspondente; as menções à ARR devem identificar a seção, por título, e a página.

As contribuições recebidas fora do prazo, as que não guardem relação com o objeto deste Edital ou com as competências da CVM e as que contenham linguagem inapropriada serão registradas como inválidas ou fora do escopo e não serão consideradas, com registro sumário da motivação. As contribuições desacompanhadas de fundamentação poderão ser desconsideradas. As contribuições recebidas no prazo e relacionadas ao objeto deste Edital serão consideradas válidas e submetidas à análise interna da CVM.

6.3. Publicidade

As contribuições recebidas estarão sujeitas ao regime de publicidade plena e serão disponibilizadas na íntegra, após o término do prazo desta TPS, na página da CVM na rede mundial de computadores, em

seção específica. Caso, na visão do respondente, haja algum conjunto informacional que deva ser propositadamente omitido quando do envio em função de hipóteses legais ou contratuais, sugere-se que tal conjunto seja descrito nas respostas específicas. Para reduzir a probabilidade de tais incidentes, as questões quantitativas deste Edital admitem respostas em faixas de valor e em razões, e as associações representativas podem apresentar dados de seus associados de forma agregada.

6.4. Dados pessoais

Não devem constar da contribuição dados pessoais além do nome do autor, tais como número de inscrição no CPF, telefone, endereço, correio eletrônico pessoal ou assinatura.

7. Anexos

Anexo I — Planilha-modelo para dados quantitativos (Q.38 e Q.39), com definições de perímetro, ano-base, critério de valoração de horas internas e faixas de valor.

(Assinado eletronicamente por)

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo
Presidente

(Assinado eletronicamente por)

Florisvaldo Justino Machado Gonçalves
Chefe da Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade

ANEXO I — Estrutura da planilha-modelo para dados quantitativos

Aba 1 — Identificação: código do respondente (conforme Bloco 0); perímetro de apuração (entidade consolidada ou individual); ano-base; moeda e critério de atualização; taxa horária utilizada para valoração de horas internas (ou indicação de que as horas são informadas sem valoração).

Aba 2 — Custo de primeira elaboração (Q.38): uma linha por rubrica (pessoal interno; assessoria jurídica ou de governança externa; sistemas; aprovação em órgãos colegiados; outros), com colunas para valor em faixa (R$), horas internas, parcela atribuível às justificativas (%), classificação como custo fixo ou variável e observações sobre método de apuração.

Aba 3 — Custo recorrente anual (Q.38): mesma estrutura da Aba 2, para o custo de atualização após o primeiro exercício.

Aba 4 — Razões (Q.38 e Q.39): custo de primeira elaboração / custo anual do FRE; custo recorrente / custo anual do FRE; proporção do custo referente a informação ou deliberação nova / informação já existente.

Notas

[i] Lei nº 6.385/1976, art. 8º, § 3º: "Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá: I – publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados; II – convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas."

[ii] Lei nº 9.784/1999, art. 33: "Os órgãos e entidades administrativas, em matéria relevante, poderão estabelecer outros meios de participação de administrados, diretamente ou por meio de organizações e associações legalmente reconhecidas."

[iii] Lei nº 13.874/2019, art. 5º: "As propostas de edição e de alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados, editadas por órgão ou entidade da administração pública federal, incluídas as autarquias e as fundações públicas, serão precedidas da realização de análise de impacto regulatório, que conterá informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo para verificar a razoabilidade do seu impacto econômico." Ver também o art. 3º, *caput*, do Decreto nº 10.411/2020.

[iv] Decreto nº 10.411/2020, art. 6º, inciso VIII: "considerações referentes às informações e às manifestações recebidas para a AIR em eventuais processos de participação social ou de outros processos de recebimento de subsídios de interessados na matéria em análise"; art. 17, na redação dada pelo Decreto nº 11.243/2022: "Os órgãos e as entidades implementarão estratégias específicas e eficientes de coleta e de tratamento de dados, de forma a possibilitar a elaboração de análise quantitativa e, quando for o caso, de análise de custo-benefício." Art. 2º, inciso III: "avaliação de resultado regulatório – ARR – verificação dos efeitos decorrentes da edição de ato normativo, considerados o alcance dos objetivos originalmente pretendidos e os demais impactos observados sobre o mercado e a sociedade, em decorrência de sua implementação". Art. 13, *caput*: "Os órgãos e as entidades implementarão estratégias para integrar a ARR à atividade de elaboração normativa com vistas a, de forma isolada ou em conjunto, proceder à verificação dos efeitos obtidos pelos atos normativos de interesse geral de agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados."

[v] Resolução CVM nº 67/2022, art. 12: "A participação de terceiros na etapa de elaboração de AIR pode se dar: I – por meio do fornecimento de informações e dados com intuito de subsidiar a AIR; ou II – por meio de condução direta de estudos e pesquisas que preencham os requisitos da AIR. Parágrafo único. A hipótese prevista no inciso II não dispensa a elaboração do relatório de AIR para refletir a manifestação oficial do componente organizacional responsável quanto à adequação dos estudos elaborados e suas conclusões." Ver também o art. 3º, § 4º, que autoriza a CVM a interagir com universidades,

pesquisadores, entidades representativas e associações para a realização de análises e estudos que sirvam de subsídio à AIR e à ARR.

[vi] Resolução CVM nº 67/2022, art. 5º: "Os resultados da atualização de estoque regulatório e da ARR devem trazer subsídios para a construção da agenda regulatória." Art. 41, parágrafo único: "O Colegiado pode determinar a participação social em uma ou mais etapas de ARR." Art. 45: "O componente organizacional responsável, juntamente com as demais áreas técnicas da CVM, deve: I – adotar medidas para o acompanhamento sistemático do estoque regulatório, com objetivo de identificar necessidades de melhorias; e II – propor ações voltadas à melhoria da qualidade do conjunto de atos normativos, com apontamento de soluções para problemas como sobreposições, lacunas, incoerências, atos obsoletos e outros. Parágrafo único. Para fins do disposto no caput, pode ser realizada consulta pública ou outros mecanismos que permitam a participação social." A definição de ARR consta do art. 2º, inciso V, e as finalidades do monitoramento, do art. 36.

[vii] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos. *Avaliação de Resultado Regulatório (ARR): Informe de Governança Corporativa — Uma análise qualitativa e quantitativa sobre sua aplicação*. Rio de Janeiro, dezembro de 2024, Sumário Executivo (p. 4-7) e "Conclusões e propostas" (p. 97-105). Disponível em https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/arr_inf-gov-corporativa_20241213_vf.pdf. O documento registra que as opiniões e conclusões são de seus autores e não expressam necessariamente as da CVM.

[viii] ARR, nota de rodapé 9 (p. 27): "Esta ARR consiste numa avaliação de resultados com foco na eficácia, ou seja, em verificar a obtenção dos benefícios esperados da regulação, independentemente dos recursos dispendidos. Não é o foco uma análise de eficiência [...]". A mesma nota reporta os dados do Projeto Custo de Observância, em valores corrigidos pelo IPCA até agosto de 2024, e registra que o projeto não mensurou o custo inicial do Informe.

[ix] BRASIL. Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade. *Guia para Elaboração de Análise de Impacto Regulatório (AIR)*. Brasília, 2021; e *Guia para Elaboração de Avaliação de Resultado Regulatório (ARR)*. Brasília, 2022. [ASA: inserir os endereços eletrônicos vigentes, atualmente mantidos na página de boas práticas regulatórias do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços.]

[x] Lei nº 6.385/1976, art. 22, § 1º: "Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: I – a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação; [...]".

[xi] O GT Interagentes era composto por ABRAPP, ABRASCA, ABVCAP, AMEC, ANBIMA, APIMEC, BM&FBOVESPA, BRAiN, IBGC, IBRI e Instituto IBMEC. Participaram, como entidades observadoras, o BNDES e a CVM (ARR, p. 8, nota 2).

[xii] ARR, p. 9 e 12. O Código distingue “princípios”, “fundamentos” e “práticas recomendadas”; apenas as práticas recomendadas foram incorporadas ao Anexo D.

[xiii] Resolução CVM nº 80/2022, art. 32, parágrafo único: “O emissor registrado na categoria A autorizado por entidade administradora de mercado à negociação de ações ou de certificados de depósito de ações em bolsa de valores deve entregar o informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, em até 7 (sete) meses contados da data de encerramento do exercício social.”

[xiv] Resoluções CVM nº 231 e nº 232, de 3 de julho de 2025, em vigor desde 2 de janeiro de 2026. As Companhias de Menor Porte (receita bruta anual consolidada inferior a R$ 500 milhões) que aderem ao Regime FÁCIL substituem o FRE pelo Formulário FÁCIL e podem optar, anualmente, por dispensas regulatórias, entre as quais a do Informe. [ASA: conferir o dispositivo específico da Resolução CVM nº 232/2025 que relaciona a dispensa do Informe e inserir a remissão.]

[xv] A ARR integra a Agenda CVM de Avaliação Regulatória 2023-2026, divulgada em 2023, e foi elaborada com apoio da Clínica LAMCA (Laboratório de Assessoria Jurídica ao Mercado de Capitais) do Núcleo de Prática Jurídica da FGV Direito Rio, no âmbito de Acordo de Cooperação Técnica entre a FGV e a CVM. Foram ouvidas, na fase de elaboração, ABRASCA, AMEC, ANBIMA, APIMEC, B3, BNDES, IBGC, IBRI e PREVI (ARR, p. 2).

[xvi] ARR, “Objetivos regulatórios e árvores de problema regulatório”, Tabelas 4 e 5 (p. 30-31).

[xvii] Ver nota vii.

[xviii] ARR, Sumário Executivo (p. 6-7) e “Conclusões e propostas” (p. 105). A redação transcrita é a do Sumário Executivo; a versão constante da seção de conclusões apresenta pequenas variações de redação, sem alteração de conteúdo.

[xix] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade. *Avaliação de Resultado Regulatório: Divulgação de Informações ASG no Formulário de Referência — Uma análise qualitativa e quantitativa sobre sua efetividade*. 2026, seção VI.5 (“Avaliação das redundâncias entre campos ASG do FRE, o Anexo D da RCVM 80 (Informe de Governança Corporativa) e os relatórios CBPS 01 e CBPS 02”). Disponível em https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/arr_rcvm59_informacoes_asg_no_fre.pdf. [ASA: conferir data de publicação e paginação.]

[xx] JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. Para a economia da regulação informacional em geral: LEUZ, C.; WYSOCKI, P. D. The economics of disclosure and financial reporting regulation: evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, v. 54, n. 2, p. 525-622, 2016.

[xxi] Referências que os respondentes podem considerar, sem endosso da CVM quanto às conclusões: AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of good governance. *Corporate Governance: An International Review*, v. 17, n. 3, p. 376-387, 2009; MACNEIL, I.; LI, X. "Comply or explain": market discipline as a substitute for compliance with corporate governance codes. *Corporate Governance: An International Review*, v. 14, n. 5, p. 486-496, 2006; ARCOT, S.; BRUNO, V.; FAURE-GRIMAUD, A. Corporate governance in the UK: is the comply or explain approach working? *International Review of Law and Economics*, v. 30, n. 2, p. 193-201, 2010; SEIDL, D.; SANDERSON, P.; ROBERTS, J. Applying the "comply-or-explain" principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance. *Journal of Management & Governance*, v. 17, n. 3, p. 791-826, 2013; OECD. *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*. Paris: OECD Publishing, 2023.

[xxii] Recomendação 2014/208/UE da Comissão Europeia, de 9 de abril de 2014, sobre a qualidade da informação relativa ao governo das sociedades ("cumprir ou explicar"), *Jornal Oficial da União Europeia*, L 109, 12.4.2014, p. 43-47. Sobre a experiência britânica: FINANCIAL REPORTING COUNCIL. *Improving the Quality of "Comply or Explain" Reporting*. London, 2021; e *Review of Corporate Governance Reporting*, edições anuais. Sobre a experiência japonesa: TOKYO STOCK EXCHANGE. *Using "Explain" to Contribute to Constructive Dialogue*. Tokyo, 2023. As três fontes são referidas na ARR (p. 42-44 e 50-51).

[xxiii] BLACK, B. S.; DE CARVALHO, A. G.; GORGA, É. Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 11, n. 1, p. 21-38, 2010; BLACK, B. S.; DE CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, v. 20, p. 176-195, 2014. A ARR registra a concentração do controle acionário como potencializador das causas do segundo problema regulatório (Tabela 5, p. 31).

[xxiv] ARR, Tabela 3 — "Indicador de Eficiência 1 – Percentual de sobreposição normativo das práticas do CBGC, por capítulo" (p. 27), e Tabela 2 (p. 16-26). A própria ARR pondera que a sobreposição temática não elimina eventual complementaridade, na medida em que o Informe fornece síntese avaliativa da informação base disponível no FRE (p. 28).

[xxv] ARR, "Indicador de Eficácia 1 – Evolução do nível de compliance ao Código" (p. 57-67) e Tabela 1 (p. 5). Exemplos: prática 2.2.1 (composição do conselho de administração), com adesão inferior a 30%; práticas 1.8.1 e 1.8.2 (sociedades de economia mista), com 94,2% e 92,3% de respostas "não se aplica".

[xxvi] ARR, "Indicador de Eficácia 2 – Evolução da qualidade do disclosure" (p. 68-91), com avaliação realizada em colaboração com a Clínica LAMCA da FGV Direito Rio segundo subindicadores de clareza, concisão e satisfação, e apuração de repetições de conteúdo entre exercícios.

[xxvii] ARR, "Indicador de Eficácia 3 – Evolução do acesso ao Informe de Governança" (p. 92-96), com dados do sistema ENET e do Portal de Dados Abertos da CVM.

[xxviii] Ver nota viii.

[xxix] ARR, "Benchmark internacional" (p. 32-56), com base nos códigos nacionais e em OECD. *Corporate Governance Factbook 2023*. Paris: OECD Publishing, 2023. A comparação entre 26 jurisdições consta da Tabela 6 (p. 53-54).

[xxx] Ver, além das fontes referidas na nota sobre a Recomendação 2014/208/UE: FINANCIAL REPORTING COUNCIL. *UK Corporate Governance Code 2024*. London, 2024, e respectivo *Code Guidance*; REGIERUNGSKOMMISSION DEUTSCHER CORPORATE GOVERNANCE KODEX. *Deutscher Corporate Governance Kodex*. 2022; COUNCIL OF EXPERTS CONCERNING THE FOLLOW-UP OF JAPAN'S STEWARDSHIP CODE AND JAPAN'S CORPORATE GOVERNANCE CODE. *Action Program for Corporate Governance Reform 2024: Principles into Practice*. Tokyo, 2024.

[xxxi] TOKYO STOCK EXCHANGE. *Action to Implement Management that is Conscious of Cost of Capital and Stock Price*. Tokyo, 31 de março de 2023; JAPAN'S CORPORATE GOVERNANCE CODE (2021), Princípio 5.2, que recomenda que a companhia, ao estabelecer e divulgar estratégias e planos de negócio, identifique seu custo de capital e apresente metas de rentabilidade e de eficiência do capital; FINANCIAL SERVICES COMMISSION (Coreia do Sul). *Corporate Value-up Program*, anunciado em 26 de fevereiro de 2024, com diretrizes publicadas em maio de 2024; TAIWAN STOCK EXCHANGE. Relato comparativo das iniciativas nos três mercados, disponível em https://www.twse.com.tw/market_insights/en/detail/8a8216d6913637e40191d4af667a0349, acesso em 29 de janeiro de 2026. [ASA: inserir os endereços eletrônicos dos documentos japonês e coreano.]

[xxxii] Decreto nº 10.411/2020, art. 2º, inciso IV: "custos regulatórios – estimativa dos custos, diretos e indiretos, identificados com o emprego da metodologia específica escolhida para o caso concreto, que possam vir a ser incorridos pelos agentes econômicos, pelos usuários dos serviços prestados e, se for o caso, por outros órgãos ou entidades públicos, para estar em conformidade com as novas exigências e obrigações a serem estabelecidas pelo órgão ou pela entidade competente, além dos custos que devam ser incorridos pelo órgão ou pela entidade competente para monitorar e fiscalizar o cumprimento dessas novas exigências e obrigações por parte dos agentes econômicos e dos usuários dos serviços prestados". Definição equivalente consta do art. 2º, inciso VIII, da Resolução CVM nº 67/2022.

[xxxiii] SCM NETWORK. *International Standard Cost Model Manual: measuring and reducing administrative burdens for businesses*. Paris: OCDE, 2004. Disponível em https://www.oecd.org/regreform/regulatory-policy/34227698.pdf, acesso em 29 de janeiro de 2026. A metodologia é também descrita no guia federal de AIR referido na nota sobre os guias federais.