

**PROJETO CVM**  
**CUSTO DE OBSERVÂNCIA**  
**Fase 2 – Análise de Meritocracia**

**Contribuição B3**

## ÍNDICE

|                                                                                                                                    |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| APRESENTAÇÃO .....                                                                                                                 | 5  |
| ANÁLISE DE MERITOCRACIA NORMATIVA.....                                                                                             | 7  |
| I.    DIRETRIZES PARA O DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – REGULAÇÃO E ATUAÇÃO DA CVM .....                                              | 7  |
| II.   COORDENAÇÃO ENTRE ÓRGÃOS REGULADORES.....                                                                                    | 8  |
| 1.   HARMONIZAÇÃO DE REGRAS ENTRE AGÊNCIAS.....                                                                                    | 8  |
| 2.   HARMONIZAÇÃO DE PRAZOS DE APROVAÇÃO DE REGULAMENTOS DAS INFRAESTRUTURAS DE MERCADO .....                                      | 10 |
| 3.   FALTA DE PADRONIZAÇÃO DOS TIPOS DE INVESTIDOR ENTRE CVM, BACEN (SELIC), B3, RFB E CRS ( <i>Common Report Standard</i> ) ..... | 10 |
| III.  COMPANHIAS ABERTAS, FECHADAS E EMPRESAS ESTRANGEIRAS .....                                                                   | 12 |
| 1.   NOVO AMBIENTE PARA CAPTAÇÕES DE RENDA FIXA E VARIÁVEL A PARTIR DE R\$ 5 MILHÕES 12                                            |    |
| COMPETITIVIDADE DO MERCADO BRASILEIRO PARA ATRAÇÃO DE COMPANHIAS DE CRESCIMENTO ACELERADO DOS SETORES DE TECNOLOGIA .....          | 18 |
| A. <i>TRATAMENTO CONFIDENCIAL DOS PROCESSOS DE REGISTRO DE EMISSOR E DE OFERTA</i> .....                                           | 18 |
| B. <i>DISCUSSÃO SOBRE ESTRUTURAS ACIONÁRIAS MAIS ADEQUADAS PARA EMPRESAS DE ALTO CRESCIMENTO DOS SETORES DE TECNOLOGIA</i> .....   | 20 |
| 2.   INFORMAÇÕES GERAIS DA COMPANHIA.....                                                                                          | 21 |
| A. <i>SIMPLIFICAÇÕES NO FORMULÁRIO CADASTRAL</i> .....                                                                             | 21 |
| B. <i>SIMPLIFICAÇÕES NO FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA</i> .....                                                                         | 21 |
| C. <i>MEIOS DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO</i> .....                                                                                  | 23 |
| 3.   FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES TRIMESTRAIS (ITR).....                                                                              | 25 |
| C. <i>CONTEÚDO DO ITR</i> .....                                                                                                    | 25 |
| D. <i>PERIODICIDADE DAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS</i> .....                                                                          | 27 |
| 4.   SIMPLIFICAÇÃO DAS OBRIGAÇÕES EVENTUAIS .....                                                                                  | 29 |
| 5.   APERFEIÇOAMENTOS NA INSTRUÇÃO CVM 358/02.....                                                                                 | 30 |
| A. <i>NEGOCIAÇÃO DE AÇÕES POR ACIONISTA CONTROLADOR</i> .....                                                                      | 30 |
| B. <i>ESCLARECER DIFERENÇA ENTRE FATO RELEVANTE E COMUNICADO AO MERCADO</i> .....                                                  | 31 |
| C. <i>ABRANGÊNCIA DAS VEDAÇÕES E OBRIGAÇÕES PREVISTAS NA INSTRUÇÃO</i> .....                                                       | 32 |
| D. <i>ASPECTOS DE INCOMPATIBILIDADE ENTRE ICVM 358/02 E ICVM 400/03</i> .....                                                      | 33 |
| 6.   MELHORIAS NAS REGRAS DE VOTO A DISTÂNCIA .....                                                                                | 34 |

|      |                                                                                            |    |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| A.   | APERFEIÇOAR A REDAÇÃO DAS PERGUNTAS OBRIGATÓRIAS .....                                     | 34 |
| B.   | REVER A OBRIGATORIEDADE DO VOTO A DISTÂNCIA .....                                          | 36 |
| C.   | OUTROS TEMAS RELACIONADOS AO VOTO A DISTÂNCIA .....                                        | 37 |
| 7.   | BRAZILIAN DEPOSITORY RECEIPTS (BDRs) .....                                                 | 38 |
| 8.   | LISTAGEM DIRETA NO BRASIL DE AÇÕES DE EMPRESAS CONSTITUIDAS NO EXTERIOR .....              | 41 |
| IV.  | OFERTAS.....                                                                               | 42 |
| 1.   | JANELAS DE OFERTAS – FIM DO PERÍODO DE <i>BLACKOUT</i> .....                               | 42 |
| 2.   | DOCUMENTOS PREVISTOS NA INSTRUÇÃO CVM 400/03.....                                          | 44 |
| 3.   | PRODUTOS DE RENDA FIXA E SECURITIZAÇÃO .....                                               | 44 |
| A.   | DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DE EMPRESAS EMISSORAS DE RENDA FIXA SEM REGISTRO NA CVM44        |    |
| B.   | AMPLIAR PARTICIPAÇÃO DE INVESTIDOR ESTRANGEIRO NO MERCADO DE RENDA FIXA DOMÉSTICO.....     | 45 |
| 4.   | BOLETIM DE SUBSCRIÇÃO.....                                                                 | 46 |
| 5.   | MELHORIAS NA INSTRUÇÃO CVM 361/02 .....                                                    | 47 |
|      | CADASTRO.....                                                                              | 50 |
|      | PARTICIPANTE .....                                                                         | 51 |
| 1.   | INVESTIDOR – GERAL .....                                                                   | 52 |
| 2.   | INVESTIDOR NÃO RESIDENTE.....                                                              | 54 |
| 3.   | MANUTENÇÃO DE CNPJ/CPF DE INVESTIDOR NÃO RESIDENTE .....                                   | 56 |
| 4.   | CADASTRO DE CLIENTES DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (CCS) E CADASTRO CENTRALIZADO B3 ..... | 57 |
| V.   | NEGOCIAÇÃO .....                                                                           | 58 |
| 1.   | REVISÃO DA INSTRUÇÃO CVM 168/91 .....                                                      | 58 |
| 2.   | RESTRICÇÃO PARA PESSOA VINCULADA OPERAR.....                                               | 59 |
| 3.   | REGRAS REFERENTES À TRANSMISSÃO DE ORDENS.....                                             | 60 |
| VI.  | REGISTRO .....                                                                             | 60 |
| 1.   | OBRIGATORIEDADE DE PRÉ-REGISTRO DE OPERAÇÕES FORA DE MERCADO ORGANIZADO.....               | 60 |
| VII. | MECANISMOS DE PROVISÃO DE LIQUIDEZ.....                                                    | 62 |
| 1.   | RESTRICÇÃO DE MECANISMOS DE ASSISTENCIA DE LIQUIDEZ PARA CORRETORA E CLIENTE – GERAL.....  | 62 |
| 2.   | RESTRICÇÃO DE MECANISMOS DE PROVISÃO DE LIQUIDEZ PARA INVESTIDORES NÃO RESIDENTES.....     | 63 |
| 3.   | RESTRICÇÃO DE MECANISMOS DE PROVISÃO DE LIQUIDEZ PARA CORRETORA DO GRUPO ECONÔMICO .....   | 64 |

|       |                                                                                                                                                       |    |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| VIII. | CENTRAL DEPOSITÁRIA E CUSTÓDIA.....                                                                                                                   | 65 |
| 1.    | MANUTENÇÃO DE CONTAS E TRATAMENTO DE EVENTOS .....                                                                                                    | 65 |
| 2.    | PROCESSO DE DEPÓSITO/RETIRADA.....                                                                                                                    | 69 |
| 3.    | VALORES MOBILIÁRIOS/ATIVOS FINANCEIROS OBJETO DE DEPÓSITO EM FORMATO FÍSICO ...                                                                       | 70 |
| IX.   | DIRETOR RESPONSÁVEL .....                                                                                                                             | 71 |
| 1.    | DIRETOR RESPONSÁVEL PELAS ATIVIDADES DE INTERMEDIÇÃO, CUSTÓDIA E CONTROLES INTERNOS.....                                                              | 71 |
| X.    | PRODUTOS .....                                                                                                                                        | 73 |
| 1.    | TRATAMENTO COERENTE DOS DIFERENTES TIPOS DE INVESTIDOR E PERFIL DE RISCO DOS PRODUTOS .....                                                           | 73 |
| 2.    | CONTA MARGEM .....                                                                                                                                    | 74 |
| 3.    | BRAZILIAN DEPOSITORY RECEIPTS.....                                                                                                                    | 76 |
| 4.    | EXCHANGE TRADED FUNDS (ETFs) INTERNACIONAIS.....                                                                                                      | 78 |
| 5.    | EMPRÉSTIMO .....                                                                                                                                      | 79 |
| XI.   | RELATÓRIOS .....                                                                                                                                      | 80 |
| 1.    | RELATÓRIOS RELATIVOS À ATIVIDADE DE CUSTÓDIA.....                                                                                                     | 80 |
| 2.    | RELATÓRIOS RELATIVOS ÀS ATIVIDADES DE CONTROLES INTERNOS - MERCADOS ORGANIZADOS E INFRAESTRUTURAS DE MERCADO (que atuam também como custodiante)..... | 82 |
| 3.    | RELATÓRIOS RELATIVOS ÀS ATIVIDADES DE CONTROLES INTERNOS - CORRETORAS E CUSTODIANTES .....                                                            | 84 |
| 4.    | RELATÓRIOS FORNECIDOS PELOS MERCADOS ORGANIZADOS E INFRAESTRUTURAS DE MERCADO À CVM E OUTROS ÓRGÃOS REGULADORES .....                                 | 85 |
| XII.  | AGENTE AUTÔNOMO DE INVESTIMENTO .....                                                                                                                 | 86 |
| 1.    | CREDENCIAMENTO .....                                                                                                                                  | 86 |
| 2.    | CERTIFICAÇÃO .....                                                                                                                                    | 87 |
| 3.    | OFERTA DE PRODUTOS .....                                                                                                                              | 87 |
| 4.    | QUADRO SOCIETÁRIO .....                                                                                                                               | 88 |
| 5.    | TAXA DE FISCALIZAÇÃO DA CVM APLICÁVEL A AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO CVM                                                                         | 89 |

## APRESENTAÇÃO

Em atendimento à consulta da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para a segunda fase do Projeto Custo de Observância, lançado pela autarquia no início deste ano, a B3 encaminha a seguir sua contribuição para a análise de meritocracia das normas que regulam o mercado de capitais brasileiro.

Em apoio ao Projeto da CVM, que tem por objetivo avaliar oportunidades de redução de custos de observância com aprimoramentos da regulação e da autorregulação do mercado financeiro e de capitais brasileiro, a B3 também participou da consulta relativa à primeira fase que consistiu em identificar eventuais redundâncias regulatórias que possam existir entre as normas da CVM, de outros reguladores (e.g. BACEN, PREVIC, SUSEP, etc.) e da autorregulação (e.g. B3, BSM, ANCORD, ANBIMA).

### ***Apoio ao desenvolvimento do trabalho***

Para desenvolvimento da contribuição da B3 nesta segunda fase, foram contratadas duas consultorias especializadas para auxiliar no mapeamento e consolidação dos pontos de análise:

**ACE Governance** (Cristiana Pereira, Adriana Sanches e Edna Holanda): segmentos de Companhias Abertas, Fechadas e Estrangeiras e Ofertas.

**MMA Consultoria** (Monique Moura de Almeida): segmentos de Mercados Organizados, Infraestrutura de Mercado, Corretoras, Distribuidoras e Agentes Autônomos de Investimento e Investidores Não Residentes. Neste âmbito, também foram tratados Custodiantes e Escrituradores. A consultoria já havia trabalhado na consolidação dos resultados de B3 para a primeira fase do Projeto Custo de Observância.

Ambas as consultorias possuem amplo conhecimento sobre os temas tratados e trabalharam de forma intensa com as áreas da B3 para o desenvolvimento desta contribuição.

### ***Metodologia***

A metodologia de trabalho para esta fase do projeto consistiu na realização de reuniões com as equipes técnicas da B3 relacionadas a cada segmento e em entrevistas realizadas com diversos participantes de mercado, *stakeholders* e formadores de opinião.

Foram ainda consultadas as Câmaras da B3 e, em particular, foram entrevistados todos os membros da Câmara Consultiva de Empresas e Estruturadores e realizadas conferências telefônicas específicas com os membros da Câmara de Normas.

As referidas consultas serviram como base para a B3 elaborar suas contribuições para essa fase do projeto.

Vale mencionar que alguns dos temas e sugestões apresentados nesse documento já estão sendo discutidos com as áreas técnicas da CVM, ou serão endereçadas nos próximos meses.

## ***Abrangência***

A análise da meritocracia foi iniciada com foco nas normas da CVM. No entanto, ao longo das reuniões e entrevistas realizadas, percebemos que vários temas envolviam normas de outros órgãos reguladores, o que nos fez revisar a abordagem inicial e ampliar o escopo da análise.

Desse modo, optamos por fazer o mapeamento de forma mais abrangente, incluindo temas adicionais ao arcabouço normativo da CVM.

Acreditamos que os pontos identificados neste documento possam contribuir de forma importante para consolidar uma agenda de mercado para os próximos anos, viabilizando a discussão e o acompanhamento dos temas mais relevantes.

## ***Segmentos afetados e apresentação dos resultados***

Ao longo da execução do trabalho, verificou-se que vários temas eram multidisciplinares do ponto de vista da segmentação proposta pela CVM, ou seja, um mesmo tema pode estar relacionado a mais de um segmento.

Desta forma, a B3 optou por criar uma legenda de referenciamento entre os temas e os segmentos específicos, conforme mostrado abaixo:

|            |            |            |            |            |            |            |            |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>MOR</b> | <b>IMF</b> | <b>COR</b> | <b>CST</b> | <b>INR</b> | <b>ESC</b> | <b>CMP</b> | <b>OFR</b> |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|

Onde:

**MOR** – Mercados Organizados;

**IMF** – Infraestruturas de Mercado;

**COR** – Corretoras e Distribuidoras de Valores e Agentes Autônomos de Investimento;

**CST** – Custodiante (local e de investidores não residentes);

**INR** – Investidores Não Residentes;

**ESC** – Escrituradores;

**CMP** – Companhias Abertas, Fechadas e Estrangeiras; e

**OFR** – Ofertas.

A partir desta legenda geral, foram identificados, para cada um dos pontos analisados, quais segmentos são afetados ou estão relacionados.

\*\*\*

Maiores informações acerca desta contribuição podem ser direcionadas ao Luiz Felipe de Carvalho Paiva, Diretor de Relacionamento com Clientes – Brasil, por meio do e-mail [felipe.paiva@b3.com.br](mailto:felipe.paiva@b3.com.br) ou do telefone (11) 2565 4265.

## ANÁLISE DE MERITOCRACIA NORMATIVA

### I. DIRETRIZES PARA O DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – REGULAÇÃO E ATUAÇÃO DA CVM

Neste primeiro ponto, será apresentado um tema de caráter mais geral, que surgiu durante entrevistas com diversos participantes de mercado e que envolve todas as áreas de atuação da CVM. São questões relacionadas à própria atuação da CVM e sugestões que podem endereçar os desafios de regulação, supervisão e enforcement da autarquia num contexto de maior dinamismo do mercado e com patamares de crescimento mais acelerados.

#### ***Discussão do mérito/custo de observância:***

- (1) O mercado elogia bastante os Ofícios Circulares de Orientação, como para Emissores e Ofertas, mas participantes sugerem que existam outras peças intermediárias, divulgadas ao longo do ano, para esclarecer questões que sejam identificadas pelo mercado, ou então, que seja feita uma atualização do Ofício Circular ao longo do ano, sempre que a CVM identificar alguma questão pontual que mereça esclarecimento ao mercado.
- (2) Também com o objetivo de ampliar a interação da CVM com os participantes de mercado, além das “Audiências Públicas” para discutir propostas de normas já estabelecidas, a CVM poderia adotar a prática de “Audiências de Conceito” apresentando ao mercado conceitos mais amplos que, depois de debatidos, poderiam (ou não) se tornar propostas de Instruções a serem submetidas ao processo de Audiência Pública já estabelecido.
- (3) Além disso, poderia contribuir a ampliação das discussões com o mercado sobre a pauta regulatória, por meio de criação de forças-tarefa específicas com pessoas de fora da CVM, à luz do art. 8º, §3º, inciso II, da Lei nº 6.385/1976. Como sugestão, essas forças-tarefa poderiam ser divididas por áreas específicas e contar, com participação diversificada.
- (4) Também se considera importante organizar e consolidar o marco regulatório para as diferentes frentes de atuação da CVM. Isso facilitaria o acesso dos regulados às regulações pertinentes e ainda poderia reduzir custo com despesas legais (analogamente ao modelo do *handbook* inglês).
- (5) Finalmente, o crescimento do mercado demandará um fortalecimento da CVM, em termos de treinamento do corpo técnico, além de investimentos importantes em tecnologia, para agilizar processos e aprimorar os mecanismos de supervisão e enforcement.

## **Proposta**

- Adotar a prática de “Audiências de Conceito” – nas quais se debate um determinado assunto, numa fase anterior à proposta de uma norma;
- Criar forças-tarefa com participantes de mercado e entidades, para subsidiar a atuação da CVM em várias frentes, em especial, a área de normas;
- Organizar arcabouço regulatório em seu website, por tópicos, para simplificar o acesso;
- Reforçar treinamento da equipe CVM e disponibilizar ferramentas digitais para agilizar processos e decisões;

Adequar o número de servidores componentes do corpo técnico da CVM, bem como distribuição interna dos servidores por áreas com mais escassez de pessoal.

## II. COORDENAÇÃO ENTRE ÓRGÃOS REGULADORES

### 1. HARMONIZAÇÃO DE REGRAS ENTRE AGÊNCIAS

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

#### **Norma:**

- Lei nº 9.472/1997 (ANATEL); Lei nº 9.427/1996 (ANEEL); Lei nº 11.182/2005 (ANAC); Lei nº 10.233/2001 (ANTT); Lei nº 9.478/1997 (ANP); Lei nº 9.782/1999 (ANVISA); Lei nº 9.961/2000 (ANS); Lei nº 9.984/2000 (ANA); Lei nº 13.575/2017 (ANM); Lei nº 4.595/1964 (BACEN);

#### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Um aspecto relevante que afeta o custo de observância das companhias abertas, quando sujeitas à regulação, é a duplicidade das informações que precisam ser prestadas às Agências Reguladoras, aos Órgãos Reguladores (CVM) e Autorreguladores (B3) do mercado de capitais, contendo por vezes as mesmas informações em formato diferente.
- (2) A Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) e o Banco Central do Brasil (BACEN), por exemplo, exigem informações financeiras das empresas reguladas semelhantes às exigidas das companhias abertas. Entretanto, as empresas são obrigadas a manter contabilidades e controles duplicados para atenderem aos dois órgãos governamentais que regulam o setor de atuação e o mercado de capitais, gerando custo de observância relevante.
- (3) Em pesquisa realizada em 12 Agências Reguladoras, observou-se que apenas duas não possuem companhias abertas com ações negociadas em bolsa de valores, conforme demonstrado na tabela a seguir.

| <b>Sigla</b>  | <b>Nome</b>                                 | <b>Exemplos de empresas listadas em bolsa</b>                                                                                 |
|---------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ANATEL</b> | Agência Nacional de Telecomunicações        | Algar Telecom, Oi, Telebrás, Telefônica, TIM                                                                                  |
| <b>ANEEL</b>  | Agência Nacional de Energia Elétrica        | AES Tiete, Ampla Energia, CEMIG, CELESC, CESP, COELBA, CELPE, CEMAR, COPEL, CPFL Energia, EDP, Eletropaulo, Equatorial, LIGHT |
| <b>ANCINE</b> | Agência Nacional do Cinema                  | -                                                                                                                             |
| <b>ANAC</b>   | Agência Nacional de Aviação Civil           | Azul e Gol                                                                                                                    |
| <b>ANTAQ</b>  | Agência Nacional de Transportes Aquaviários | -                                                                                                                             |
| <b>ANTT</b>   | Agência Nacional de Transportes Terrestres  | COSAN Logística, MRS, Rumo, Ferrovia Centro Atlantica                                                                         |
| <b>ANP</b>    | Agência Nacional do Petróleo                | Petrobras, COSAN, OGX, Petrobras Distribuidora                                                                                |
| <b>ANVISA</b> | Agência Nacional de Vigilância Sanitária    | Biom, Ouro Fino, Profarma, RaiaDrogasil                                                                                       |
| <b>ANS</b>    | Agência Nacional de Saúde Suplementar       | Hap Vida, Odontoprev                                                                                                          |
| <b>ANA</b>    | Agência Nacional de Águas                   | SABESP, COPASA, SANEPAR                                                                                                       |
| <b>ANM</b>    | Agência Nacional de Mineração               | Vale, MMX Metálicos                                                                                                           |
| <b>BACEN</b>  | Banco Central do Brasil                     | Bradesco, Banco do Brasil, ItauUnibanco, Banco Inter, Santander                                                               |

**Proposta:**

- Articular junto às Agências Reguladoras a possibilidade de que as companhias abertas apresentem informações únicas que atendam às necessidades das Agências, da CVM e das entidades administradoras de mercados organizados.

- Mapeamento e harmonização de normas que afetam companhias abertas com a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), o BACEN e a CVM.

## 2. HARMONIZAÇÃO DE PRAZOS DE APROVAÇÃO DE REGULAMENTOS DAS INFRAESTRUTURAS DE MERCADO

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

### **Norma:**

- Várias normas (ICVM 541/13, ICVM 461/07, Circular Bacen 3.057/01, entre outras)

### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Atualmente, as normas dos órgãos reguladores, CVM e Bacen, não são harmônicas no que se refere aos procedimentos e prazos de aprovação dos regulamentos e procedimentos operacionais submetidos pelas infraestruturas de mercado.
- (2) As diferenças existentes entre o conteúdo que deve ser submetido à aprovação e os respectivos prazos de aprovação pelos órgãos reguladores representam um custo de observância significativo para as infraestruturas de mercado na medida que dificultam a implementação de novos produtos, serviços, alterações nos procedimentos operacionais, entre outros.
- (3) Respeitada a autonomia e competência de cada órgão regulador, a harmonização do conteúdo objeto de aprovação e os prazos de aprovação levariam a uma operação mais eficiente destas infraestruturas.

### **Proposta:**

- Alteração nas ICVM 541/11 e ICVM 461/07 para contemplar diferenciação entre matéria objeto de aprovação e matéria objeto de comunicação, a exemplo do que existe nas normas do Bacen.
- Alteração na Circular Bacen 3057 para contemplar prazos coerentes com os prazos empregados pela CVM, quando for o caso de haver sobreposição regulatória. Caso não seja possível aderir aos prazos atualmente em vigor no âmbito da CVM, elaboração de proposta com prazos harmonizados.

## 3. FALTA DE PADRONIZAÇÃO DOS TIPOS DE INVESTIDOR ENTRE CVM, BACEN (SELIC), B3, RFB E CRS (*Common Report Standard*)

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Tabelas dos sistemas de cadastro de diferentes órgãos reguladores e autorreguladores
- Common Report Standard

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Não existe convergência entre CVM, Bacen (SELIC), B3, RFB e CRS para os tipos de investidor, ou seja, são empregadas diferentes tabelas de tipos de investidor conforme a norma ou regulamento aplicável.
- (2) A utilização de múltiplas tabelas não convergentes de tipo de investidor implica elevado custo de observância relacionado à manutenção cadastral dos investidores e gera riscos importantes associados à utilização do tipo de investidor equivocado ou impreciso, inclusive com potencial impacto de *suitability* e tributário, uma vez que diferentes regras tributárias se aplicam a tipos de investidores diferentes.
- (3) Para remediar tal situação, provisoriamente, grupos de custodiantes, no âmbito da Anbima, acordaram uma “tabela de/para” de forma a evitar inconsistência no cadastro de investidores.

**Proposta:**

- Coordenação entre os diferentes órgãos reguladores e autorreguladores para adoção de referencial único de tipo de investidor para fins cadastrais e tributários.

### III. COMPANHIAS ABERTAS, FECHADAS E EMPRESAS ESTRANGEIRAS

#### 1. NOVO AMBIENTE PARA CAPTAÇÕES DE RENDA FIXA E VARIÁVEL A PARTIR DE R\$ 5 MILHÕES

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- A ser criada

**Discussão do mérito/custo de observância:**

1. Em duas décadas o ambiente regulatório do mercado de capitais brasileiro amadureceu e permitiu a evolução de mecanismos importantes de financiamento de longo prazo dos projetos de empresas brasileiras. De 2004 a 2018 aproximadamente 167 empresas utilizaram o mercado de capitais como fonte de financiamento e captaram R\$ 181 bilhões, com *ticket* médio de R\$ 1,1 bilhão.
2. Em jul-17 a CVM regulamentou o financiamento participativo através de plataformas, conhecido como *equity crowdfunding*. Os critérios para captação via *crowdfunding* são:
  - Empresas com faturamento até R\$ 10 milhões/ano;
  - Captações até R\$ 5 milhões/ano por emissor;
  - Ofertas dispensadas de registros na CVM.
3. As plataformas começaram a operar no Brasil a partir de 2015 e viabilizaram aproximadamente 70 operações captando R\$ 25 milhões, com *ticket médio* de R\$ 360 mil.
4. Apesar dos avanços significativos em prol do mercado de capitais é preciso completar o processo de formação de capital no Brasil pois, do ponto de vista dos mercados públicos, não existe alternativa disponível entre a empresa que consegue captar via plataforma de *crowdfunding*,

chegando inclusive ao varejo (pessoa física), e aquela empresa que faz uma captação de R\$ 500 milhões<sup>1</sup>, buscando inclusive o investidor institucional local e estrangeiro.

5. É certo que esse perfil de empresa, que busca captar valores entre R\$ 5 milhões e R\$ 500 milhões, poderia se financiar com investidores de *venture capital*, contudo essa indústria ainda é incipiente no Brasil. Contribui para esse baixo nível de desenvolvimento do *Venture Capital* no Brasil a própria falta de opção de saída por meio da listagem em bolsa das companhias em que investem, cujo porte se concentra na faixa de pequenas até médias empresas, exatamente o problema que esta proposta busca enfrentar.
6. Há exemplos recentes em que companhias brasileiras estruturam veículos no exterior para viabilizar o investimento desse tipo de *player*. A criação dessas estruturas tem sido cada vez mais comum e acaba por levar essas empresas a buscarem o mercado de capitais no exterior. Como consequência, poderemos ter no futuro as novas empresas inovadoras brasileiras se listando e acessando o mercado de capitais exclusivamente no exterior.
7. Por outro lado, o mercado de renda fixa tem sido bem mais eficiente em financiar empresas de menor porte. A criação da modalidade de oferta com esforços restritos, com a possibilidade de empresas fechadas virem a mercado, fez com que o acesso ao mercado de capitais se expandisse sobremaneira, sendo que 60% em média das ofertas de debêntures são de empresas de capital fechado.
8. Contudo, nem todas as empresas, notadamente as empresas mais inovadoras, com maior potencial de crescimento, dos setores ligados a tecnologia e serviços, conseguem acessar esse mercado, no formato atual, pela impossibilidade de aportar garantias.
9. Por isso, é muito importante criar um ambiente favorável às captações de renda fixa e renda variável para empresas pequenas e médias de alto potencial de crescimento.

---

<sup>1</sup> R\$ 500 milhões é o piso atual para o valor das ações em circulação no Novo Mercado, o que geralmente condiciona a oferta a esse valor mínimo. No caso de renda fixa, se for uma oferta pública de acordo com a ICVM 400, o valor médio dos últimos 5 anos foi de R\$ 670 milhões. No modelo da ICVM 476, é possível identificar ofertas de renda fixa acima de R\$ 50 milhões.

10. O processo de formação de capital no Brasil poderia ser complementado criando-se um modelo inspirado nos mercados para pequenas e médias empresas de alto crescimento, presente em diversos países europeus.
11. Um dos exemplos mais bem-sucedidos desse modelo é o AIM<sup>2</sup> londrino. O AIM – Alternative Investment Market destina-se a empresas em desenvolvimento, possuía 941 empresas listadas em maio de 2018, em comparação com 1.165 companhias listadas na London Stock Exchange (LSE).
12. No modelo adotado em Londres, a LSE define as regras de listagem e manutenção da condição das empresas que têm os seus valores mobiliários admitidos à negociação no ambiente do AIM, e delega a supervisão das empresas aos NOMADS (Nominated Advisors).
13. Por fim, a LSE define também as regras de admissão e de negociação para os intermediários que atuam neste mercado, além de supervisionar a sua atuação. Vale ressaltar que essas regras são muito semelhantes àquelas de atuação nos demais mercados administrados pela LSE.

### ***Proposta***

Permitir a criação de um ambiente para captação por meio da emissão de valores mobiliários de dívida e de capital por empresas de pequeno e médio portes com alto potencial de crescimento, administrado e supervisionado por entidade administradora de mercado organizado, com registro simplificado de emissor e oferta com esforços restritos dispensada de registro.

Observação: Essa proposta também foi apresentada no âmbito do Grupo de Trabalho do Mercado de Capitais organizado pelo Ministério da Fazenda, mediante documento denominado “Novo Ambiente para Financiamento de Longo Prazo”.

---

<sup>2</sup> O AIM é um ambiente de balcão organizado, registrado na FCA (*Financial Conduct Authority*) como um ambiente multilateral de negociação especializado em pequenas e médias empresas de alto crescimento (*Multilateral Trading Facility – MTF – SME Growth Market*), previsto na Diretiva Europeia de Mercados de Instrumentos Financeiros 2 (*Markets in Financial Instruments Directive 2*). É administrado e supervisionado pela *London Stock Exchange* (LSE).

- A seguir, descrevemos os principais elementos deste ambiente.

a) Ambiente para listagem e negociação de valores mobiliários

O ambiente para listagem e negociação dos valores mobiliários poderia ser um mercado de balcão organizado, que já é uma categoria de mercado presente na regulação.

A negociação secundária seria, portanto, em ambiente regulado, submetido às regras existentes de proteção à integridade na formação de preços e intermediada por pessoas autorizadas a operar pela entidade administradora do mercado.

b) O papel da entidade administradora do mercado de fomento

A entidade seria responsável pela supervisão dos emissores, como já ocorre hoje no ambiente de bolsa, bem como dos intermediários e investidores operando no mercado.

c) Emissores admitidos à listagem

Os emissores deveriam ser sociedades anônimas, sem prejuízo de serem avaliados os tipos societários mais adequados nessa proposta.

A proposta então preveria a implantação de uma categoria de emissor mais simples do que as Categorias A e B já existentes – a categoria C, por exemplo – cujo registro daria direito somente à autorização para negociação de valores mobiliários (ações e dívida) neste ambiente, de acordo com as regras de listagem do mercado, estabelecidas pela entidade administradora e aprovadas pela CVM.

d) O papel do assessor financeiro do emissor

Os emissores deveriam ser assessorados por uma sociedade, instituição financeira ou não, que prestaria assessoria no processo de listagem, incluindo a preparação de documentos da oferta. Diferente do que ocorre com o NOMAD do AIM, a proposta para o caso brasileiro seria no sentido de que este assessor não teria obrigações de garantir compliance do emissor posteriores à listagem.

e) Processo de registro do emissor

A entidade administradora faria a análise preliminar da documentação e emissão de opinião técnica sobre a adequação, cujo escopo seria delineado junto ao órgão regulador, para que a CVM concedesse ou não o registro. As regras de autorregulação para o registro de emissor, os prazos de análise da entidade administradora e da própria CVM precisam ser mais simples e rápidos, para que a obtenção de registro do emissor seja um processo ágil e proporcional ao estágio de desenvolvimento das companhias que se deseja fomentar.

#### f) Oferta pública de Valores Mobiliários

Estaríamos diante de um ambiente voltado a empresas com possibilidade de captação entre R\$5 e R\$500 milhões. Em uma fase seguinte do presente projeto, poderia ser avaliado junto aos demais interessados e ao órgão regulador a necessidade de limitar o volume financeiro a ser ofertado neste regime em um período de 12 meses, a exemplo do que foi feito para o crowdfunding.

Inicialmente, a oferta pública teria dispensa automática de registro pela CVM (como na ICVM 476) desde que realizada por emissores da categoria C nesse ambiente a ser desenvolvido. A negociação secundária também se restringiria ao mesmo ambiente.

A proposta é que não haja limite de público investidor nessas ofertas. Também entendemos que não deveria ser imposto qualquer limite ao número de captações feitas pelos emissores em determinado período de tempo, apenas talvez um volume máximo em 12 meses, como colocado acima, já que sua categoria de emissor seria restrita a este ambiente e uma eventual realização de várias ofertas não poderia ser caracterizada como tentativa de burla da norma principal de ofertas públicas (ICVM 400).

#### g) Intermediação da oferta pública de Valores Mobiliários

No âmbito dessas ofertas, os desafios não se limitam às empresas, mas também alcançam os intermediários, investidores e demais participantes do mercado.

Entende-se necessário, nesse contexto, pensar sobre a dinâmica de intermediação nesse ambiente aqui proposto. Nesse contexto, sem se avaliar a possibilidade de trazer novos agentes, é provável que o esforço de organização deste mercado não prospere.

## h) Negociação secundária dos Valores Mobiliários

Seria importante, como medida de favorecimento à capitalização de empresas inovadoras e de porte médio ou pequeno, que o público investidor autorizado a participar na negociação secundária fosse irrestrito.

Essa permissão para a participação de pessoas físicas seria essencial para que o mercado secundário destes valores mobiliários dispusesse de um nível mínimo de liquidez. Em outros países, que contam com mercados de sucesso para a captação por empresas menores, os investidores individuais são participantes importantes na negociação secundária, já que investidores institucionais, ou mesmo *family offices* e outros similares, tendem a atuar neste tipo de mercado com horizonte de investimento mais longo (ou *buy and hold*).

## COMPETITIVIDADE DO MERCADO BRASILEIRO PARA ATRAÇÃO DE COMPANHIAS DE CRESCIMENTO ACELERADO DOS SETORES DE TECNOLOGIA

### A. TRATAMENTO CONFIDENCIAL DOS PROCESSOS DE REGISTRO DE EMISSOR E DE OFERTA

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

#### **Norma:**

- ICVM 400/03
- ICVM 480/09

#### **Discussão do mérito/custo de observância:**

#### **1 . Confidencialidade no processo de registro de emissor e de oferta**

- O tratamento confidencial reduz a exposição do emissor a eventuais momentos de volatilidade do mercado.
- Reduz risco de exposição de informações da companhia no caso de não prosseguimento da oferta.
- Pode representar um incentivo aos emissores para se prepararem para o acesso ao mercado.
- Reduz uma assimetria com relação ao mercado norte-americano, onde é possível o pedido de registro confidencial, inicialmente restrito a empresas menores, no âmbito do *Jobs Act* e hoje acessível a todos os emissores, no contexto de IPO, registro de emissor e oferta subsequente até um ano após o IPO.
- A Instrução CVM 400/03 admite, atualmente, a possibilidade de o ofertante solicitar procedimento de análise preliminar confidencial no caso de ofertas simultâneas no Brasil e no exterior que demandem a solicitação de registro de autoridade reguladora do mercado de capitais no exterior.

#### **Proposta:**

- Alterar as instruções CVM 400/03 e 480/09 para admitir o pedido de tratamento confidencial dos processos de registro de emissor e de oferta.

#### **Uma nota sobre a experiência norte-americana:**

Nos EUA, a possibilidade de um processo de registro de emissor e de oferta confidencial foi criado inicialmente para empresas consideradas “*emerging growth companies*” (EGC) definidas no JOBS (*Jumpstart Our Business Startups*) Act como aquelas com faturamento até USD 1 bilhão.

Em julho de 2017, a SEC decidiu estender para todas as companhias esse mesmo benefício, reconhecendo que o pedido de registro confidencial tornou-se a prática recorrente para as companhias elegíveis e por entender que esse procedimento poderia encorajar mais companhias a se prepararem para uma oferta, aguardando condições mais favoráveis de mercado.

No ano de 2016, foram 105 pedidos de registro de IPOs nos EUA, o menor número desde 2009, ano em que a economia americana sofria os maiores impactos da crise financeira que teve seu ápice em 2008.

Segundo estudo da EY<sup>3</sup>, desde a edição do JOBS Act, a maior parte dos emissores que fizeram IPOs eram classificados como EGC e utilizaram a possibilidade do pedido de registro confidencial (além de outros benefícios concedidos a esse tipo de emissor). No estudo da consultoria, com exceção do ano de 2012, em todos os anos as EGC representaram a grande maioria dos emissores que realizaram IPO:

2012 – 35%

2013 – 81%

2014 – 86%

2015 – 97%

2016 – 89%

2017 – 86% (nos primeiros nove meses do ano)

Diante do uso expressivo desse tipo de pedido de registro, a SEC decidiu estender esse tratamento a todas as companhias, permitindo a elas submeter ao processo confidencial<sup>4</sup>:

- o pedido de registro de uma oferta inicial (IPO)
- o pedido de registro de emissor
- o pedido de registro de uma oferta subsequente, desde que até um ano após o IPO

No caso das ofertas subsequentes, apenas o primeiro envio de informações pode ser confidencial. A partir do momento em que a empresa começa a atender as exigências da SEC, as informações precisam ser tornadas públicas.

Ainda que o processo tenha que ser iniciado com as informações completas, a SEC permite que as empresas não incluam informações financeiras que entendam que não serão parte do processo final de registro, considerando que os processos se iniciam de três a quatro meses antes da data esperada do IPO.

---

<sup>3</sup> Disponível em [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-trends-in-us-ipo-registration-statements-2017/\\$FILE/ey-trends-in-us-ipo-registration-statements.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-trends-in-us-ipo-registration-statements-2017/$FILE/ey-trends-in-us-ipo-registration-statements.pdf).

<sup>4</sup> Maiores detalhes podem ser encontrados na nota publicada pelo escritório Cleary Gottlieb, disponível em <https://www.clearygottlieb.com/~media/organize-archive/cgsh/files/2017/publications/alert-memos/the-new-sec-policy-on-confidential-review-of-registration-statements-7-10-17.pdf>.

As companhias precisam se comprometer a tornar públicas as informações pelo menos 15 dias antes de iniciarem o roadshow.

Os benefícios antecipados com esta medida são os seguintes:

- limitar o período no qual a empresa tem suas informações sensíveis públicas ao mercado.
- facilitar a adoção de estratégias de dual-track, IPO e venda da companhia, sendo que se esse segundo caminho prevalecer, possivelmente nenhuma informação da companhia será tornada pública.
- ainda que no caso de *follow-on*, as informações sejam divulgadas a partir das primeiras respostas as exigências da SEC, o período é bem mais curto.
- garantir as empresas maior flexibilidade para definição do momento da oferta.
- no caso de *follow-on*, permite ao emissor saber antecipadamente se o processo de registro será revisado pela SEC e se preparar adequadamente.

Alguns aspectos negativos apontados são:

- redução da visibilidade do pipeline de ofertas, dificultando a capacidade dos bancos de aconselharem seus clientes sobre o melhor momento para a oferta.
- redução do prazo para os investidores se familiarizarem com empresas candidatas ao IPO.

#### B. DISCUSSÃO SOBRE ESTRUTURAS ACIONÁRIAS MAIS ADEQUADAS PARA EMPRESAS DE ALTO CRESCIMENTO DOS SETORES DE TECNOLOGIA

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

#### **Norma:**

- Lei 6404/76 – art. 110

#### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- Discutir modelos de estrutura acionária que têm sido adotados pela nova geração de companhias dos setores de tecnologia.
- Empresas de alto crescimento, notadamente dos segmentos de tecnologia, buscam o mercado americano para adotarem estruturas societárias que preservam o papel central do empreendedor fundador e blindam as empresas das demandas de curto prazo do mercado, normalmente incompatíveis com estratégias de crescimento no contexto de inovação.
- Outras jurisdições têm revisto suas restrições em busca de tornarem-se mais competitivas para atraírem este tipo de empresa, como Hong Kong e Cingapura.

**Proposta:**

- Avaliar as estruturas acionárias que têm sido adotadas por empresas que optam pela listagem no mercado americano.
- Identificar as restrições a adoção destas estruturas no mercado brasileiro e discutir eventuais mudanças que permitam receber essas empresas no Brasil.

## 2. INFORMAÇÕES GERAIS DA COMPANHIA

### A. SIMPLIFICAÇÕES NO FORMULÁRIO CADASTRAL

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 480/09 – arts. 21; 22 e 23

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) O Formulário Cadastral se propõe a reunir as informações sobre os dados e características principais da companhia e dos valores mobiliários emitidos sendo que parcela considerável, dessas informações estão contidas no Formulário de Referência.
- (2) Seguindo a mesma lógica do Formulário de Referência, a atualização do Formulário Cadastral deverá ocorrer sempre que qualquer informação for alterada, em até 7 dias úteis após a referida ocorrência.
- (3) A sugestão de alguns dos entrevistados foi de que as informações do Formulário Cadastral sejam incorporadas ao Formulário de Referência.

**Proposta:**

- Mapear as informações do Formulário Cadastral que não integram o Formulário de Referência e incorporá-las a este último, eliminando o Formulário Cadastral.

### B. SIMPLIFICAÇÕES NO FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 480/09 – art. 21, 24, 24-A e Anexo 24

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) O Formulário de Referência foi inspirado na regulação americana emitida pela Securities and Exchange Commission (SEC), que regulamenta o registro e estabelece requisitos de divulgação obrigatória periódica para todas as companhias cujos valores mobiliários sejam negociados em bolsas de valores nacionais nos Estados Unidos, além de companhias que realizam uma oferta pública nos Estados Unidos.
- (2) O Form 10-K Annual Report é o formulário similar ao Formulário de Referência, documento que as companhias americanas se comprometem a apresentar anualmente a SEC em até 90 dias após o encerramento do exercício. No caso das companhias não americanas, o documento é o Form 20-F, cujo prazo para apresentação é de 180 dias após o encerramento do exercício.
- (3) A estrutura do Formulário de Referência e do Form 20-F é praticamente a mesma; o que difere é a abertura de vários sub-itens, o que torna a versão brasileira maior e mais detalhada. Outra diferença importante é que a versão brasileira precisa ser atualizada de acordo com prazos estabelecidos pela CVM a partir da ocorrência de fatos específicos e a versão americana é atualizada apenas anualmente, independentemente dos acontecimentos ao longo do ano.
- (4) O conteúdo mais denso foi construído de acordo com a demanda dos agentes de mercado brasileiros, representados por associações de classe de investidores, analistas, intermediários, bolsa de valores e regulador. O Formulário de Referência tem repetição de informação em vários campos, dentro do próprio formulário e com outros documentos apresentados pelas empresas, gerando a necessidade de *inputs* em campos estruturados e a anexação de documentos.
- (5) A Vale, por exemplo, é uma empresa listada no Brasil com ADRs negociados nos Estados Unidos e, portanto, obrigada a apresentar o Formulário de Referência e o Form 20-F. O Formulário de Referência da Vale de 2017 (versão 3) tem 703 páginas e o Form 20-F de 2017 apresentado pela empresa tem 187 páginas. Os documentos pesquisados estão disponíveis no endereço eletrônico da empresa ([www.vale.com](http://www.vale.com)).
- (6) As empresas listadas entrevistadas nos apontaram alguns itens que, na opinião delas, são os mais relevantes e mais acessados por investidores, conforme indicado a seguir:
  - Itens 4 e 5: Fatores de Riscos / Controles Internos;
  - Itens 6 e 7: Histórico / Atividades do emissor;
  - Parte do item 12: Administração: quem são e os CVs – competências estão no Estatuto;
  - Item 13: Remuneração;
  - Item 14: Recursos humanos; e
  - Parte do item 15: Controle – apenas distribuição do capital e operações societárias.

- (7) Os itens que, na opinião das empresas, deveriam ser revisitados e discutidos com os agentes de mercado, com enfoque na melhor forma de apresentação e acesso à informação já divulgada pelas empresas são, por exemplo:
- Item 8: Negócios extraordinários;
  - Item 9: Ativos relevantes;
  - Item 10: Comentários da Administração;
  - Item 16: Partes Relacionadas; e
  - Itens 20 e 21: Políticas de Negociação e de Divulgação.
- (8) Segundo relatado, a última versão disponibilizada do Sistema Empresas Net apresenta, no Item 20, um novo campo estruturado solicitando um resumo das Políticas de Divulgação e Negociação. O novo item trouxe um custo aparentemente desnecessário adicional para as empresas, pois depende de revisão da área de relações com investidores, do departamento jurídico e dos administradores das companhias, além do risco de erro de interpretação que o resumo de um documento jurídico apresenta.
- (9) Um aspecto que deve ser levado em consideração pela CVM é rediscutir o conteúdo do Formulário de Referência com representantes de associações de classe de investidores, analistas, intermediários e bolsa de valores com o objetivo de mapear a real necessidade e utilização das informações detalhadas no Formulário de Referência.
- (10) O arquivo contendo informações consolidadas das empresas exportado pelo Sistema Empresas Net consolida mais de 100 arquivos Word, o que gera um documento pesado, extenso e com formatação de difícil visualização.

**Proposta:**

- Aprofundar a análise e promover o debate sobre os subitens que são exigidos no Brasil quando comparado às exigências do Form 20-F e a efetiva utilização dessas informações (estruturação de documentos).
- Avaliar o atendimento do art. 29-A da ICVM 480/09 (Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas) frente às informações previstas nos quadros do Formulário de Referência.

**C. MEIOS DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Lei nº 6404/76 – art. 289; Lei nº 9.457/97 – nova redação

***Discussão do mérito/custo de observância:***

- (1) A Lei nº 6404/76 determina que as companhias abertas publiquem suas demonstrações financeiras anuais no órgão oficial da União ou do Estado ou do Distrito Federal, conforme o lugar em que esteja situada a sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que esteja situada a sede da companhia.
- (2) A obrigação de publicação em Diário Oficial e em jornal apesar de gerar custos para as empresas deixou de cumprir sua função de disseminar informações visto que os investidores a buscam por meio de sistema específico da CVM, B3 e página da rede mundial de computadores do próprio emissor.
- (3) Em 2014, a B3 defendeu a flexibilização da obrigatoriedade de publicação de demonstrações financeiras em Diário Oficial e em jornal de grande circulação. O Projeto de Lei, que trazia também a isenção de Imposto de Renda sobre ganho de capital até 2023 para pessoas físicas que comprassem ações de emissão de pequenas e médias empresas listadas no segmento especial de listagem Bovespa Mais ou Novo Mercado, passou em votação pela Câmara dos Deputados e pelo Senado, mas foi vetado pela Presidência da República e se transformou na Lei nº 13.043/14, publicada no Diário Oficial em 14/11/2014.
- (4) A Lei nº 13.043/14 determina a retirada da exigência de publicação de demonstrações financeiras e de atos societários em Diário Oficial para as empresas elegíveis<sup>5</sup> (PME), substituindo essa obrigação por publicação resumida em jornal de grande circulação e por publicação completa no site do mesmo jornal, além dos sites da CVM e da B3.
- (5) Um levantamento feito em 10 países<sup>6</sup> identificou que apenas Brasil e Coréia do Sul obrigam as companhias a publicar suas demonstrações financeiras em jornais impressos. Nos demais países pesquisados, todas as divulgações de informações ao mercado são realizadas exclusivamente por meio eletrônico.
- (6) A ICVM 547, ao alterar dispositivos das ICVM 358 e 480, trouxe às companhias abertas brasileiras a possibilidade de divulgar seus atos ou fatos relevantes em portal de notícias com página na internet, desde que todo o conteúdo da informação pudesse ser acessado gratuitamente (o envio das informações à CVM e à bolsa de valores permaneceu obrigatório).

---

<sup>5</sup> Com base na Lei nº 13.043, são elegíveis ao incentivo fiscal as empresas que atendam a determinadas condições de tamanho, conforme descrito no site da B3: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/abertura-de-capital/beneficios-para-pequenas-e-medias-empresas/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/abertura-de-capital/beneficios-para-pequenas-e-medias-empresas/)

<sup>6</sup> Países pesquisados: Austrália, Brasil, Canadá, Chile, China, Coréia do Sul, Espanha, Estados Unidos, Polônia e Reino Unido.

- (7) Assim, desde 2014, as empresas passaram a ter a opção de manter a publicação de informações relevantes em jornais impressos, substituir tal meio pela divulgação em portal de notícias, ou fazer uso de ambos os veículos de comunicação, de forma complementar um ao outro.
- (8) Fato é que a alternativa de serem divulgados atos ou fatos relevantes apenas em portal de notícias e via Sistema Empresas Net foi adotada por um número considerável de companhias abertas, sem qualquer prejuízo para o público investidor sob o ponto de vista informacional.

**Proposta:**

- Substituição de publicações de demonstrações financeiras e atos societários em jornais de grande circulação, pela divulgação em portal de notícias com página na internet, Sistema Empresas Net e/ou site da Companhia.

### 3. FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES TRIMESTRAIS (ITR)

#### C. CONTEÚDO DO ITR

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 480/09 – art. 21; 25; 26; 27 e 29
- Orientação Técnica OCPC 07 (Comitê de Pronunciamentos Contábeis)
- Pronunciamento Técnico CPC 21
- Pronunciamento Técnico CPC 26

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) As companhias abertas adotam em suas demonstrações contábeis, sejam as anuais ou intermediárias (Informações Trimestrais – ITR), a mesma estrutura de contas e acabam fazendo um *check list* nas divulgações requeridas pelos Pronunciamentos, Interpretações e Orientações do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC.
- (2) O volume de informações contido na divulgação dos ITRs tem sido alvo de questionamento, pois gera elevado custo de observância. As empresas apontam a divulgação de informações cujo volume de trabalho para elaboração traz, como consequência, o aumento do custo de elaboração e divulgação.

- (3) Há alguns anos este assunto vem sendo discutido internacionalmente com o objetivo de trazer para as demonstrações contábeis apenas as informações que realmente interessem aos investidores e ajudem a orientar as suas decisões. Alguns investidores locais admitem que há espaço para simplificação, com o estabelecimento de algum critério para a redução das informações divulgadas trimestralmente (por exemplo, poderia ser determinado que apenas as informações que sofreram ajustes nos trimestres fossem divulgadas, sem necessidade de reportar as informações que não se alteraram).
- (4) Alguns documentos de órgãos internacionais foram citados na Orientação Técnica OCPC 07, por exemplo:
- o O European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), que recomenda à União Europeia a adoção ou não dos documentos emitidos pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) (IFRSs), emitiu, em 2012, o documento *Towards a Disclosure Framework for the Notes*<sup>7</sup>, discutindo e coletando opiniões especificamente sobre a divulgação das notas explicativas. Como conclusão, propôs a elaboração de Estrutura Conceitual específica para a apresentação dessas notas.
  - a. O ASAF – Accounting Standards Advisory Forum, do próprio IASB, em sua reunião de setembro de 2013, discutiu intensamente o problema e deliberou propor ao *board* do IASB ações na direção de disciplinar as diretrizes gerais sobre divulgação de demonstrações financeiras e de notas explicativas. O IASB divulgou o documento *Discussion Forum – Financial Reporting Disclosure*, em maio de 2013, reportando várias manifestações de usuários, preparadores e auditores a respeito de dificuldades relativas à qualidade das notas explicativas e criou um grupo para discutir exatamente *Disclosure Initiative*.
  - b. O FASB, em março de 2014, emitiu, para discussão, o *Proposed Statement of Financial Accounting Concepts intitulado Conceptual Framework for Financial Reporting, Chapter 8: Notes to Financial Statements*<sup>8</sup> (41 páginas), como estrutura conceitual para a emissão das notas explicativas.
  - c. O IASB, também em março de 2014, divulgou o *staff paper* sobre o projeto *Making Materiality Judgements*<sup>9</sup>, e o *exposure draft ED/2014/1 Disclosure Initiative – proposed amendments to IAS 1*, com o objetivo de introduzir modificações no IAS 1, Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis, resultado de uma série de projetos de curto e médio prazos que visam melhorar os princípios de apresentação e divulgação por meio do uso de julgamento e do conceito de materialidade por parte das entidades.

---

<sup>7</sup> [http://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F121015\\_Disclosure\\_Framework\\_FINAL1.pdf&AspxAutoDetectCookieSupport=1](http://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2F121015_Disclosure_Framework_FINAL1.pdf&AspxAutoDetectCookieSupport=1)

<sup>8</sup> [https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document\\_C/DocumentPage?cid=1176157498129&acceptedDisclaimer=true](https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176157498129&acceptedDisclaimer=true)

<sup>9</sup> <https://www.ifrs.org/issued-standards/materiality-practice-statement/>

- (5) No Pronunciamento Técnico CPC 21, o Comitê recomenda às companhias evitar repetições de informações previamente divulgadas e fornecer menos informações nos períodos intermediários do que em suas demonstrações contábeis anuais. Indica, inclusive, o conteúdo mínimo da demonstração contábil intermediária como sendo as demonstrações contábeis condensadas e as notas explicativas selecionadas, conforme demonstrado a seguir:

*“A demonstração contábil intermediária deve incluir, pelo menos, os seguintes componentes:*

*(a) balanço patrimonial condensado; (b1) demonstração condensada do resultado do exercício; (b2) demonstração condensada do resultado abrangente; (c) demonstração condensada das mutações do patrimônio líquido; (d) demonstração condensada dos fluxos de caixa; e (e) notas explicativas selecionadas.”*

Comitê de Pronunciamentos Contábeis

Pronunciamento Técnico CPC 21 (R1); Demonstração Intermediária; Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 34 (IASB – BV 2011)

- (6) Entretanto esta recomendação não costuma ser praticada pela maioria das companhias abertas, que acabam replicando a mesma estrutura de informações divulgadas nas demonstrações financeiras anuais. Esta prática decorre de fatores operacionais, com os sistemas das empresas padronizados para demonstrações anuais e trimestrais contendo as mesmas contas.
- (7) Além disso, as empresas se sentem obrigadas a dar continuidade ao volume de informações divulgadas quando fazem sua primeira captação pública (IPO) ou uma captação subsequente (*follow-on*) com receio da desconfiança por parte dos investidores.
- (8) Outra questão a ser observada é que as áreas de controladoria, jurídica e de *compliance* das companhias abertas não se dispõem a discutir a relevância das contas e decidir quais deveriam ser divulgadas trimestralmente e acabam optando por divulgar as demonstrações financeiras completas.
- (9) O ideal seria que a Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC), Associação de Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais (APIMEC), B3 e Conselho Federal de Contabilidade (CFC), em conjunto com a CVM, fizessem uma discussão ampla sobre o assunto.

#### **D. PERIODICIDADE DAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

#### **Norma:**

- ICVM 480/09 – art. 21; 25; 26; 27 e 29

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) A periodicidade das demonstrações financeiras também tem sido alvo de questionamento no mundo inteiro. Existe uma pressão do mercado de capitais pela busca de retornos financeiros de curto prazo que, conseqüentemente, influencia os administradores a se preocuparem mais com resultados de curto prazo, mesmo que sejam desastrosos para a companhia a médio e longo prazos.
- (2) Sobre esse ponto, Joseph Stiglitz<sup>10</sup> discute o que ele chama de *shareholder revolution*, quando os incentivos dos administradores para a busca de retornos de curto prazo, associados ao *short-termism*, implicam redução de investimentos que poderiam levar a inovações saudáveis e à prosperidade de longo prazo, incentivando a exposição a riscos excessivos que poderiam comprometer a sustentabilidade das empresas.
- (3) Atualmente, em mercados mais maduros como Canadá, Estados Unidos e Inglaterra, observa-se que apenas na Inglaterra a divulgação das informações financeiras é semestral, conforme demonstrado a seguir.

|                     |                                   | Periodicidade das Demonstrações Financeiras | Auditoria                                   |
|---------------------|-----------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------|
| Canadá<br>Grupo TMX | TSX Venture<br>Segmento de acesso | Anual e trimestral                          | Anual – exigida<br>Trimestral – exigida     |
|                     | TSX<br>Segmento principal         | Anual e trimestral                          | Anual – exigida<br>Trimestral – exigida     |
| Inglaterra<br>LSE   | Main Market                       | Anual e semestral                           | Anual – exigida<br>Semestral – facultativa  |
|                     | AIM Market                        | Anual e semestral                           | Anual – exigida<br>Semestral – facultativa  |
| Estados Unidos      | NYSE                              | Anual e trimestral                          | Anual – exigida<br>Trimestral – não exigida |
|                     | NASDAQ                            | Anual e trimestral                          | Anual – exigida<br>Trimestral – não exigida |

<sup>10</sup> STIGLITZ, Joseph. *Rewriting the rules of the American Economy. An agenda for growth and shared prosperity.* New York: WW Norton & Company, 2016

- (4) Os investidores locais entrevistados mostraram-se resistentes em diminuir a periodicidade da divulgação de demonstrações financeiras. Não obstante, recentemente, o megainvestidor Warren Buffett<sup>11</sup> e o *chairman* e CEO do JP Morgan Chase, Jamie Dimon, defenderam o fim do *Guidance* Trimestral afirmando que o foco no curto prazo está distorcendo o capitalismo.
- (5) Outro aspecto que acaba afetando o custo de observância é a revisão limitada das demonstrações por auditoria independente trimestralmente. A regra foi criada pela própria CVM no início da década de 90, quando as empresas eram menos maduras. Acreditamos que este ponto pode ser revisitado à luz da nova realidade brasileira.

**Proposta:**

- Aprofundar a análise e promover o debate sobre o conteúdo e a periodicidade das demonstrações financeiras.
- Sobre o conteúdo, as sugestões para aprofundamento de análise são:
  - Flexibilização da obrigatoriedade da Revisão Limitada nas Demonstrações Financeiras Trimestrais e estudos sobre os mecanismos para responsabilizar os administradores, caso ocorra “não conformidade” durante os trimestres e o auditor as aponte nas demonstrações anuais.
  - Orientar companhias abertas a não repetir notas explicativas iguais às divulgadas nas demonstrações anuais, visto que as firmas de auditoria advertem que as demonstrações trimestrais devem ser lidas em conjunto com as demonstrações anuais. Seria possível, inclusive, incentivar que fosse criado um prêmio para empresas que divulgassem demonstrações financeiras sintéticas com melhor conteúdo.
  - Retirada das Demonstrações do Valor Adicionado (DVA) das demonstrações financeiras trimestrais, visto que o indicador faz mais sentido quando analisado no médio prazo.

**4. SIMPLIFICAÇÃO DAS OBRIGAÇÕES EVENTUAIS**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 480/09, arts. 30 (categoria A) e 31 (categoria B)

**Discussão do mérito/custo de observância:**

1. Tendo em vista o disposto no art. 118 da Lei nº 6.404/76, é do interesse dos signatários de acordos de acionistas que tratam de determinadas matérias (i.e. exercício de direito de voto, compra e venda de ações, entre outros) arquivar tais documentos na sede da empresa, de modo a impor sua observância à companhia. Desse modo, a disponibilização de tal acordo de acionistas no

<sup>11</sup> <https://www.cnbc.com/2018/06/07/dimon-buffett-plan-to-stop-earnings-guidance-draws-fire-from-dick-bove.html>

Sistema Empresas Net já seria suficiente para efeitos informacionais, de modo que seria oportuno avaliar a obrigação prevista no inciso XIX do art. 30 da ICVM 480/09. Tal qual relatado em relação ao resumo das Políticas de Divulgação e Negociação, tal disposição impõe custo aparentemente desnecessário para as companhias, além de riscos no que toca à divulgação de informações incongruentes.

2. Em relação à comunicação sobre instalação, mudança e dissolução do Comitê de Auditoria, prevista nos incisos XXIX e XXX do art. 30 da ICVM 480/09, também haveria oportunidade para racionalização de informações, tendo em vista que tais eventos já seriam suficientemente expostos mediante a reapresentação do Formulário de Referência e a divulgação da ata da reunião do Conselho de Administração em que foram tomadas tais deliberações.
3. Quanto à comunicação sobre aumento de capital, disposta no inciso XXXII do art. 30 da ICVM 480/09, caberia a reflexão se, ao invés de exigir o arquivamento de documento próprio em categoria específica do Sistema Empresas Net, a regulamentação não poderia considerar atendidos os objetivos da regra mediante a mera disponibilização do conteúdo mínimo sobre o aumento de capital via ata da reunião do Conselho de Administração em que ocorreu a deliberação.

## 5. APERFEIÇOAMENTOS NA INSTRUÇÃO CVM 358/02

### A. NEGOCIAÇÃO DE AÇÕES POR ACIONISTA CONTROLADOR

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

#### **Norma:**

- ICVM 168/91, art. 8, Parâmetros, I – Quantidade, h)
- ICVM 358/02, art. 12

#### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) A ICVM 168/91 traz critérios para verificar quando uma operação estará sujeita a procedimentos especiais em bolsa. Em relação ao parâmetro “quantidade”, a regra diz que, quando não se tratar de acionista controlador, determinado tipo de operação não necessita ser submetido aos procedimentos especiais. *Contrario sensu*, em se tratando de acionista controlador, a operação estará sujeita ao procedimento especial e regime de publicidade (art. 8º, §1º, inciso I, alínea “h”).
- (2) Por outro lado, a ICVM 358/02, que regula a divulgação e uso de informações relevantes, estabelece, em seu art. 12, que os acionistas controladores que realizarem negociações relevantes com ações da própria companhia devem enviar à companhia uma série de informações relacionadas à operação (dentre elas quantidade de ações), às quais ficarão disponíveis no site da

CVM. Por sua vez, a norma define negociações relevantes como “o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta das pessoas referidas no caput ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta” (§ 1º).

- (3) As normas são redundantes em relação à necessidade de dar publicidade duas vezes à mesma operação. Além disso, se a intenção da ICVM 168/91 é evitar *insider trading*, e por isso ela submete as operações do controlador a procedimentos especiais, haveria redundância, pois a ICVM 358/02 já traz o arcabouço para tratar da prevenção de *insider trading*.

**Proposta:**

- Manter o requisito de divulgação das transações de acionista controlador para negociações relevantes e outras, mas eliminar a necessidade de submeter a transação a leilão, permitindo ao controlador operar a preços de mercado.

**B. ESCLARECER DIFERENÇA ENTRE FATO RELEVANTE E COMUNICADO AO MERCADO**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 358/02
- Ofício-Circular/CVM/SEP/No.02/2018

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Hoje, existe a percepção no mercado, em determinados casos, de uma falta de clareza da diferença entre Fato Relevante e Comunicado ao Mercado. A ICVM 358/02 elenca apenas as situações caracterizadas como Fato Relevante. Adicionalmente, o Ofício-Circular/CVM/SEP/nº 02/2018 (Ofício Circular da SEP) reforça a distinção entre as duas categorias e detalha algumas situações que poderiam se enquadrar como “Comunicado ao Mercado”, todas disponíveis no Sistema Empresas Net.
- (2) No passado, o mercado, notadamente os emissores, solicitaram a criação da categoria “Comunicado ao Mercado” para disponibilizar informações importantes aos seus acionistas e demais *stakeholders*, mas que não se encaixavam nos critérios para definir um Fato Relevante ou um Aviso aos Acionistas, o que foi endereçado pela CVM por meio do Manual do Sistema IPE.

- (3) Apesar de o conceito teórico de Fato Relevante ser razoavelmente conhecido por parte dos agentes de mercado (art. 2º), existe uma série de temas que não estão elencados na ICVM 358/02 e que são cercados de alguma indefinição e sujeitos a muita subjetividade.
- (4) Existe um grande custo envolvido nas consultas a advogados internos e externos por parte das companhias, para tomar a decisão sobre como divulgar determinadas situações e em que momento, além do próprio custo da CVM em julgar e analisar essas situações *a posteriori*.
- (5) Considerando que o Colegiado da CVM dispõe de diversos precedentes analisando tanto a materialidade das informações, quanto o momento da divulgação, recomenda-se que o rol exemplificativo de fatos relevantes do parágrafo único do art. 2º da ICVM 358/02 seja atualizado, incorporando à regra situações já enfrentadas pela autarquia em sede de Processos Administrativos Sancionadores ou Termos de Compromisso.
- (6) Paralelamente, de modo a contemplar todas as informações divulgadas pelas companhias, mas que não sejam consideradas como relevantes, nos termos da ICVM 358/02, caberia a reflexão acerca da criação de um documento residual, substituindo os atuais “Aviso aos Acionistas” e “Comunicado ao Mercado”. Tal simplificação poderia resolver outra dúvida constante nas áreas de relações com investidores, a respeito da utilização dessas duas últimas categorias.
- (7) Ainda, o Comunicado ao Mercado não dispõe de tratamento específico em instrução editada pela CVM, constando menções a respeito apenas no Ofício Circular da SEP e no Manual do Sistema IPE.

**Proposta**

- Regularizar o Comunicado ao Mercado, de modo a reduzir dúvidas a respeito da utilização de tal categoria.
- Consolidar as categorias “Comunicado ao Mercado” e “Aviso aos Acionistas”.

**C. ABRANGÊNCIA DAS VEDAÇÕES E OBRIGAÇÕES PREVISTAS NA INSTRUÇÃO**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 358, art. 13, caput e inciso II
- ICVM 358, art. 20

- [Ofício-Circular/CVM/SEP/No.02/2018](#)

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) O art. 13 estabelece em seu caput quem está vedado de negociar com os valores mobiliários de emissão da companhia antes da divulgação de um fato relevante. Em entendimento recente em Processo Administrativo e posteriormente refletido no Ofício Circular da SEP, foi ressaltada a extensão dessa vedação a membro externo, não administrador, de Comitês de Assessoramento ao Conselho de Administração, que tenham sido criados por disposição estatutária. Contudo, ainda que esse membro possa ter acesso a algumas informações confidenciais em função de seu cargo, não é razoável supor que terá acesso a todas as informações relacionadas a qualquer Fato Relevante.
- (2) O artigo 20 poderia ser tornado mais claro, por meio de esclarecimentos no Ofício Circular da CVM, utilizando-se casos concretos para direcionar melhor as ações das empresas e seus administradores no momento de reportar, evitando custos desnecessários de coleta e organização das informações, bem como reduzindo as incertezas sobre possíveis processos administrativos decorrentes de uma interpretação incorreta.

**Proposta:**

- No caso da vedação a membros externos, restringir aos casos em que tenham de fato acesso a informação pertinente ao Fato Relevante. Neste caso, a negociação seria caracterizada como *insider trading*. Contudo, nos casos em que o tema do Fato Relevante não se relacione com sua área de atuação específica, não se aplicaria a vedação *a priori*, salvo se ele tiver conhecimento do assunto.
- Com relação ao artigo 20, a CVM deixar mais claro o entendimento acerca da abrangência da redação do mesmo com o intuito de evitar que administradores sejam submetidos a processos administrativos sancionadores ou as informações reportadas pelas companhias sejam questionadas em decorrência de uma interpretação mais abrangente do texto da norma.

**D. ASPECTOS DE INCOMPATIBILIDADE ENTRE ICVM 358/02 E ICVM 400/03**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- [ICVM 358, art. 13](#)
- [ICVM 400, art. 48](#)

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Com relação às vedações à negociação com os valores mobiliários de emissão da companhia, no contexto de uma oferta pública, existe uma incompatibilidade entre a ICVM 358/02 e a ICVM 400/03. Enquanto a ICVM 400/03 excetua diversas condições de mercado relacionadas à instituição financeira integrante do sistema de distribuição envolvida na oferta pública, como, por exemplo, a execução da estabilização e da garantia firme, a negociação por conta e ordem de terceiros, entre outras, a ICVM 358/02 simplesmente veda a negociação dos valores mobiliários antes da divulgação do Fato Relevante (neste caso, a oferta pública), pelas instituições integrantes do sistema de distribuição que possuam relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia.

**Proposta:**

- Compatibilizar as duas normas, ou fazer uma referência à ICVM 400/03 na ICVM 358/02.

## 6. MELHORIAS NAS REGRAS DE VOTO A DISTÂNCIA

### A. APERFEIÇOAR A REDAÇÃO DAS PERGUNTAS OBRIGATÓRIAS

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 481, art. 21. H, 21.I, 21.K e Anexo 21-F

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) No caso do pedido de instalação do Conselho Fiscal, em várias assembleias, em 2017 e 2018, os acionistas solicitaram e aprovaram o pedido de instalação, mas não havia candidatos para compor o Conselho Fiscal, tampouco foram indicados candidatos por tais acionistas;
- (2) Eventualmente, um candidato pode se apresentar no dia da Assembleia, criando uma desconexão entre o pedido de instalação e a efetiva eleição do Conselho Fiscal, que será baseada apenas nos acionistas presentes na Assembleia;
- (3) Para os investidores estrangeiros, é difícil entender os conceitos de Conselho Fiscal (confundido com o Comitê de Auditoria), Voto Múltiplo ou Voto em Separado, e o boletim, por ser muito sintético, pode confundir os acionistas;
- (4) No caso do voto múltiplo, há a percepção de que parcela considerável das pessoas não entende como preencher o boletim. Se for instalado voto múltiplo, é possível que parte dos candidatos na chapa nem sejam mais candidatos.

- (5) Há inconsistência considerando que qualquer investidor pode enviar solicitação de inclusão de candidato, e empresa é obrigada a divulgar para o mercado a solicitação recebida, mesmo que fora do prazo de alteração do boletim de voto a distância.

### **Proposta**

- No caso da pergunta do Conselho Fiscal, condicionar a inclusão da pergunta no boletim, nos prazos já definidos na Instrução, à indicação de um candidato. Ou seja, se um acionista ou grupo de acionistas indicar um candidato, automaticamente, a companhia, dará divulgação ao candidato e incluirá a pergunta de instalação de Conselho Fiscal. Assim, a eventual aprovação da instalação ficaria consubstanciada na formação de um Conselho Fiscal propriamente dito.
- Alterar o parágrafo único do art. 21 - K, que passaria a ter a seguinte redação:

“Ainda que não trate da eleição de membro do conselho fiscal, o boletim de voto a distância deve dar ao acionista a opção de solicitar a instalação do conselho fiscal, nos termos do art. 161 da Lei no. 6.404, de 1976, quando a companhia não tiver um conselho fiscal de funcionamento permanente **e sempre que houver a indicação de um candidato a membro de conselho fiscal, conforme previsto no Art. 21-L.**”

- Criar uma classificação mais clara que diferencie as categorias de perguntas/temas no boletim de voto a distância:
  - Propostas de Deliberação da Administração;
  - Propostas de Deliberação de Acionistas;
  - Propostas de Deliberação obrigatórias nos termos da Lei nº 6.404, de 1976; e
  - Eleição.

Desta forma, o Anexo 21-F teria alteradas as perguntas, 7, 8, 11, 13, 13-A, 14, 14-A e 15:

#### **7. Proposta de Deliberação da Administração 1**

#### **8. Proposta de Deliberação da Administração [n]**

**11. Proposta de Deliberação obrigatória nos termos do art. 141, da Lei nº 6.404, de 1976:** Deseja requerer a adoção do processo de voto múltiplo para eleição do conselho de administração?

**13. Proposta de Deliberação obrigatória nos termos do art. 141, § 4º, I, da Lei nº 6.404, de 1976:** [o acionista somente pode preencher....anteriores à realização da assembleia geral]  
Deseja solicitar a eleição em separado de membro do conselho de administração?

**13-A. Proposta de Deliberação obrigatória nos termos do art. 141, § 4º, I e II, da Lei nº 6.404, de 1976:** [o acionista somente pode preencher....anteriores à realização da assembleia geral]

Caso não se verifique que nem os titulares de ações com direito a voto nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quórum exigido nos incisos I e II do § 4º do art. 141, da Lei nº 6.404, de 1976, você deseja que seu voto seja agregado aos votos das ações preferenciais a fim de eleger para o conselho de administração o candidato com o maior número de votos dentre todos aqueles que, constando deste boletim de voto a distância, concorrem à eleição em separado?

**14. Proposta de Deliberação obrigatórias nos termos do art. 141, § 4º, II, da Lei nº 6.404, de 1976:** [o acionista somente pode preencher....anteriores à realização da assembleia geral]  
Deseja solicitar a eleição em separado de membro do conselho de administração?

**14-A. Proposta de Deliberação obrigatórias nos termos do art. 141, § 4º, I e II, da Lei nº 6.404, de 1976:** [o acionista somente pode preencher....anteriores à realização da assembleia geral]  
Caso não se verifique que nem os titulares de ações com direito a voto nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizeram, respectivamente, o quórum exigido nos incisos I e II do § 4º do art. 141, da Lei nº 6.404, de 1976, você deseja que seu voto seja agregado aos votos das ações preferenciais a fim de eleger para o conselho de administração o candidato com o maior número de votos dentre todos aqueles que, constando deste boletim de voto a distância, concorrem à eleição em separado?

**15. Proposta de Deliberação obrigatórias nos termos do art. 161, da Lei nº 6.404, de 1976:** Deseja requerer a adoção do processo de voto múltiplo para eleição do conselho de administração?

#### *B. REVER A OBRIGATORIEDADE DO VOTO A DISTÂNCIA*

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

#### **Norma:**

- ICVM 481, art. 1º § 2º.

#### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Certamente, o voto a distancia é muito benéfico para as empresas com grande dispersão acionária, tanto para a própria empresa, quanto para os seus acionistas. É muito importante que acionistas de empresas que ainda possuam controlador definido tenham um elevado percentual de ações em circulação. Neste caso, o voto a distancia representa um instrumento de participação relevante aos acionistas não ligados ao controle.
- (2) Contudo, é questionável qual seria o real benefício de adoção deste mecanismo no caso de empresas pequenas e com pequena dispersão acionária. Neste caso, é pouco claro se os benefícios auferidos por empresas e investidores suplantam os custos envolvidos na adoção deste mecanismo. Seria uma análise semelhante à adotada para as empresas que não

possuem ações em circulação e que já foram dispensadas da instrução na última revisão da norma.

- (3) Ainda que seja difícil quantificar precisamente a partir de que ponto a relação custo x benefício se torna desproporcional, seria possível traçar uma combinação entre dois critérios, tamanho da companhia e percentual de ações em circulação. As companhias que se enquadrassem abaixo desses dois critérios ao final do exercício social, não precisariam adotar a Instrução em sua assembleia do exercício seguinte.
- (4) Essa opcionalidade maior também poderia abrir espaço para estender a possibilidade do uso do voto a distância para outros valores mobiliários, também de forma optativa.

### **Proposta**

- Alterar o § 2º do art. 1º, que passaria a ter a seguinte redação:

“O disposto nesta Instrução não se aplica **às companhias abertas que possuam capitalização de mercado inferior a R\$ [ ] milhões no final do exercício fiscal e, cumulativamente, não tenham mais do que [ ]% das ações em circulação ou àquelas** companhias abertas que não possuam ações em circulação, assim consideradas as ações da companhia, com exceção das de titularidade do controlador, das pessoas a ele vinculadas, dos administradores da companhia e daquelas mantidas em tesouraria.”

### **C. OUTROS TEMAS RELACIONADOS AO VOTO A DISTÂNCIA**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

#### **Norma:**

- ICVM 481, art. 21-W, §4º e §6º, inciso I

#### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Com o objetivo de simplificar a dinâmica da assembleia, dispensar a leitura do mapa de voto a distância sem prejuízo da disponibilização do mesmo no momento da assembleia e demais divulgações previstas na Instrução.
- (2) Também com o objetivo de simplificar a dinâmica da assembleia, conferir maior prazo para a divulgação do mapa final de votação sintético, tornando não obrigatório que seja divulgado junto com a ata da assembleia. Ainda que a apuração do resultado tenha que ocorrer no dia da assembleia para a confecção da ata, a preparação da informação no formato de divulgação e checagem fina de todas as informações podem tomar bastante tempo.

- (3) Outra alternativa seria reduzir o prazo de entrega do mapa final de votação detalhado (por exemplo, de 7 para 3 dias úteis após a realização da assembleia), e eliminar o mapa final de votação sintético, de modo a promover a racionalização da quantidade de mapas
- (4) Nessa mesma linha, tendo em vista a curta diferença de prazos para divulgação do mapa do escriturador (48 horas antes da realização da assembleia geral) e do mapa de votação consolidado (24 horas antes da assembleia, compreendendo os votos recebidos pelo escriturador e pela própria companhia), sugerimos a eliminação da obrigatoriedade de divulgação do mapa do escriturador.
- (5) Em linha com o objetivo de evitar duplicidades, avaliar a possibilidade de tornar obrigatória a divulgação das quantidades de aprovações, rejeições ou abstenções de cada matéria na ata ou no mapa final de votação (hoje, é obrigatório em ambos os documentos). Essa informação poderia estar presente em apenas um dos documentos, possivelmente no mapa final de votação.

**Proposta:**

- Alterar o §4º do Artigo 21-W, que passaria a ter a seguinte redação: “§ 4º O presidente da mesa, no início da assembleia geral, deve comunicar que o mapa de votação consolidado a que se refere o § 3º encontra-se disponível para consulta dos acionistas presentes na assembleia.”
- Alterar o inciso I, do §6º do Artigo 21-W, que passaria a ter a seguinte redação: “I - mapa final de votação sintético, até 48 horas, da data da realização da assembleia, consolidando os votos proferidos a distância e os votos proferidos presencialmente, conforme computados na assembleia, identificando quantas aprovações, rejeições ou abstenções recebeu cada matéria e quantos votos recebeu cada candidato ou chapa; e”

## 7. BRAZILIAN DEPOSITORY RECEIPTS (BDRs)

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 480/09, Anexo 32-1, art. 1, parágrafos 1 e 4

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Experiências observadas após a retomada de ofertas no mercado de capitais brasileiro em 2004, quando empresas brasileiras se listavam em jurisdições com regras bastante flexíveis e distribuíam

seus BDRs no Brasil, levaram a CVM à publicação da ICVM 480/09, restringindo a definição de emissor estrangeiro<sup>12</sup>.

- (2) Posteriormente, em 2017, a ICVM 585/17 flexibilizou a regra do enquadramento na condição de emissor estrangeiro<sup>13</sup>, em eventuais emissões subsequentes que venha a fazer. Esse ajuste foi importante, pois elevou o percentual máximo de ativos localizados no Brasil para 65% no momento de ofertas subsequentes. Ocorre que tal ampliação pode ser pouco efetiva, pois, muitas vezes, no momento do registro, o emissor já estaria desenquadrado.
- (3) Por que a discussão sobre a listagem no Brasil e o perfil dos emissores é relevante para o Brasil?
- Em relação a empresas da América Latina, em discussões com bancos de investimento, tem sido apontado que a definição é bastante restritiva dado que várias empresas começaram a expandir suas atividades no Brasil e, devido à relevância de nosso mercado, os ativos no nosso país ultrapassam os 50% dos ativos totais da companhia.
  - Em relação a empresas brasileiras, algumas iniciaram suas atividades operacionais no Brasil e, por motivos legítimos relacionados ao seu modelo de negócios, estrategicamente, decidiram transferir sua sede para o exterior. No momento do IPO, conseqüentemente, o caminho natural acabaria sendo a listagem no exterior.
  - Em especial, no caso de empresas de tecnologia que, muitas vezes são investidas por fundos de *private equity*, e já estruturadas para fins de listagem em bolsas de valores norte americanas.
  - Infelizmente, para algumas empresas brasileiras e latino-americanas, o mercado de capitais brasileiro não tem desempenhado papel de protagonista nas suas histórias de captação de recursos e crescimento. Ao contrário, vemos empresas buscando alternativas no exterior.
- (4) A regulamentação vigente não permite que a opção pela listagem de ações no exterior seja complementada com a listagem de BDRs no Brasil. A oferta dos BDRs no Brasil ampliaria as alternativas para os investidores que atuam somente no mercado brasileiro, para os intermediários que distribuem a oferta e para as corretoras que intermediam as operações no mercado secundário.

**Proposta:**

- Alterar o art. 1º do Anexo 32-I da ICVM 480/09, que caracteriza emissor estrangeiro.

---

<sup>12</sup> § 1º Não é considerado estrangeiro, o emissor: I – que tenha sede no Brasil; ou II – cujos ativos localizados no Brasil correspondam a 50% (cinquenta por cento) ou mais daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação.

<sup>13</sup> Anexo 32, art. 1º, § 4º O emissor estrangeiro estará dispensado do enquadramento no critério previsto no inciso II do § 1º, por ocasião de realização de oferta pública subsequente de distribuição de BDR, caso comprove, nos termos do § 3º, que o percentual dos ativos localizados no Brasil não ultrapassa 65% (sessenta e cinco por cento) daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação.

- Propomos que seja possível que empresas que se listem no exterior, em países com mercados de capitais desenvolvidos, com base em dados estatísticos da World Federation of Exchanges (WFE)<sup>14</sup>, possam ter seus valores mobiliários admitidos à negociação no Brasil sob a forma de BDRs.
- Para a definição dos países, sugerimos considerar as bolsas de valores mais relevantes em termos de capitalizações de mercado ou os maiores volumes negociados com base dos dados da WFE. Seguem abaixo as estatísticas das 20 maiores bolsas em termos de capitalização de mercado e de volume financeiro negociado.
- Alternativamente, caso se avalie conveniente começar estabelecendo tal possibilidade somente para alguns mercados externos, poderia se considerar aqueles que mais atraem as empresas brasileiras: Estados Unidos, Canadá e Inglaterra.

### CAPITALIZAÇÃO DE MERCADO (MERCADO DOMÉSTICO)

(USD millions)

| BOLSA DE VALORES                 | 2017         | 2016         |
|----------------------------------|--------------|--------------|
| NYSE                             | 22.081.367,0 | 19.573.073,7 |
| Nasdaq - US                      | 10.039.335,6 | 7.779.127,0  |
| Japan Exchange Group             | 6.222.834,7  | 5.145.254,7  |
| Shanghai Stock Exchange          | 5.084.357,8  | 4.367.457,4  |
| Euronext                         | 4.393.016,1  | 3.949.164,1  |
| Hong Kong Exchanges and Clearing | 4.350.500,7  | 3.168.463,7  |
| Shenzhen Stock Exchange          | 3.617.883,5  | 3.423.256,0  |
| TMX Group                        | 2.367.131,6  | 2.134.314,1  |
| National Stock Exchange of India | 2.351.463,9  | 1.638.493,4  |
| BSE Limited                      | 2.331.568,1  | 1.667.329,0  |
| Deutsche Börse AG                | 2.262.233,4  | 1.953.301,3  |
| Korea Exchange                   | 1.771.776,0  | 1.416.059,9  |
| SIX Swiss Exchange               | 1.686.415,9  | 1.464.394,3  |
| Nasdaq Nordic Exchanges          | 1.533.504,6  | 1.420.752,7  |
| Australian Securities Exchange   | 1.508.428,8  | 1.374.128,9  |
| Johannesburg Stock Exchange      | 1.230.976,0  | 1.054.905,0  |
| Taiwan Stock Exchange            | 1.073.080,2  | 918.549,1    |
| B3 SA Brasil Bolsa Balcao        | 954.711,1    | 745.113,9    |
| BME Spanish Exchanges            | 888.841,8    | 801.962,5    |
| Singapore Exchange               | 787.279,5    | 692.871,4    |

<sup>14</sup> A LSE (London Stock Exchange) não está nas estatísticas pois não faz parte da WFE, mas está incluindo no grupo das maiores bolsas em termos de capitalização de mercado e volume negociado.

VOLUME FINANCEIRO NEGOCIADO  
(USD millions)

| BOLSA DE VALORES                 | 2017         |                     |                       | 2016         |                     |                       |
|----------------------------------|--------------|---------------------|-----------------------|--------------|---------------------|-----------------------|
|                                  | Total        | EMPRESAS DOMÉSTICAS | EMPRESAS ESTRANGEIRAS | Total        | EMPRESAS DOMÉSTICAS | EMPRESAS ESTRANGEIRAS |
| NYSE                             | 14.535.350,0 | 13.496.200,0        | 1.039.150,0           | 17.317.900,0 | 16.214.900,0        | 1.103.000,0           |
| Cboe Global Markets (Bats GM)    | 12.301.500,0 | 12.301.500,0        | 0,0                   | 13.682.500,0 | 13.682.500,0        | 0,0                   |
| Nasdaq - US                      | 11.336.300,0 | 9.874.790,0         | 1.461.510,0           | 11.070.930,0 | 9.692.790,0         | 1.378.140,0           |
| Shenzhen Stock Exchange          | 9.166.835,2  | 9.166.835,2         | NA                    | 11.613.064,0 | 11.613.064,0        | NA                    |
| Shanghai Stock Exchange          | 7.558.172,5  | 7.558.172,5         | NA                    | 7.453.906,0  | 7.453.906,0         | NA                    |
| Japan Exchange Group             | 5.804.709,2  | 5.803.728,5         | 980,7                 | 5.625.900,0  | 5.620.346,9         | 5.553,1               |
| Euronext                         | 1.925.753,5  | 1.924.305,4         | 1.448,1               | 1.771.879,4  | 1.765.963,3         | 5.916,1               |
| Hong Kong Exchanges and Clearing | 1.958.820,4  | 1.892.862,2         | 65.958,2              | 1.349.802,3  | 1.304.011,9         | 45.790,4              |
| Korea Exchange                   | 1.901.322,0  | 1.881.285,0         | 20.036,9              | 1.664.871,6  | 1.645.023,0         | 19.848,6              |
| Deutsche Börse AG                | 1.467.245,9  | 1.353.967,9         | 113.278,0             | 1.310.417,2  | 1.228.802,2         | 81.615,0              |
| TMX Group                        | 1.244.261,1  | 1.237.488,3         | 6.772,8               | 1.169.538,5  | 1.163.419,2         | 6.119,3               |
| National Stock Exchange of India | 1.013.341,2  | 1.013.341,2         | 0,0                   | 692.421,4    | 692.421,4           | 0,0                   |
| SIX Swiss Exchange               | 940.368,5    | 926.384,6           | 13.983,9              | 865.737,2    | 861.633,6           | 4.103,6               |
| Australian Securities Exchange   | 827.489,8    | 794.530,9           | 32.958,9              | 820.003,9    | 782.233,8           | 37.770,2              |
| Nasdaq Nordic Exchanges          | 794.463,9    | 762.039,5           | 32.424,4              | 712.488,0    | 683.243,2           | 29.244,7              |
| Taiwan Stock Exchange            | 773.133,6    | 699.147,6           | 73.986,0              | 511.972,5    | 475.648,7           | 36.323,8              |
| BME Spanish Exchanges            | 698.256,3    | 691.309,5           | 6.946,8               | 684.803,5    | 678.611,7           | 6.191,9               |
| B3 SA Brasil Bolsa Balcao        | 666.670,2    | 663.910,1           | 2.760,2               | 523.693,5    | 520.824,4           | 2.869,1               |
| Borsa Istanbul                   | 391.644,3    | 391.460,7           | 183,6                 | 327.583,1    | 327.390,4           | 192,7                 |
| Stock Exchange of Thailand       | 326.420,2    | 326.420,2           | NA                    | 329.215,5    | 329.215,5           | NA                    |

## 8. LISTAGEM DIRETA NO BRASIL DE AÇÕES DE EMPRESAS CONSTITUIDAS NO EXTERIOR

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Lei nº 6.404/76 e ICVM 480/09

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Embora tenhamos feito sugestões de melhorias para os Programas de BDRs, acreditamos ser relevante discutir outra alternativa para empresas constituídas fora do Brasil, no sentido de terem suas ações disponíveis no mercado brasileiro.
- (2) Nos anos 1990, a CVM estabeleceu a regulamentação para empresas estrangeiras poderem ter seus valores mobiliários admitidos à negociação no Brasil, via programas de BDRs. As regras são relativamente semelhantes aos programas de *American Depository Receipts*, dos Estados Unidos. Naquela jurisdição, apesar de existir a regulamentação para a listagem de recibo de ações de empresas estrangeiras, o ADR, empresas constituídas em outros países podem optar pela listagem direta de ações, ampliando o leque de possibilidades, para emissores, intermediários e investidores e assim favorecendo a posição de centro gravitacional daquele mercado.
- (3) Diversos motivos podem influenciar a decisão das empresas brasileiras de optar pela listagem de ações em bolsas norte americanas e não terem seus valores mobiliários negociados no Brasil. Por exemplo, para alguns setores específicos (notadamente em relação às empresas de tecnologia), há

poucos comparáveis no Brasil, ou porque nos Estados Unidos há mais investidores especializados, ou mesmo porque os modelos de negócios dessas empresas fogem dos modelos tradicionais.

- (4) A motivação pode ser coerente e justificável, mas, seja qual for a explicação para a escolha, é muito importante que as empresas tenham a opção da listagem no Brasil.

**Proposta:**

- Seria importante oferecer a possibilidade de listagem direta no Brasil de ações listadas no exterior emitidas por empresas constituídas no exterior (independentemente do percentual de ativos localizados no Brasil – conforme mencionado no item anterior).

## IV. OFERTAS

### 1. JANELAS DE OFERTAS – FIM DO PERÍODO DE *BLACKOUT*

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 400/03, art. 14º, parágrafo 4º

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) No Brasil existem os períodos em que as ofertas públicas de valores mobiliários não podem ser conduzidas, conforme previsão do parágrafo 4º<sup>15</sup> do art. 14 da ICVM 400/03. Nas ICVMs 551/14 e 476/09, que regulamentam as ofertas pública com esforços restritos, não há o mesmo impedimento, mas na prática o mercado segue a limitação prevista na ICVM 400/03.
- (2) Olhando para a referência internacional, por exemplo nos EUA, não existe a restrição de registro das ofertas nas vésperas da divulgação de resultados. Vale mencionar que os auditores podem emitir a *comfort letter* sobre as informações financeiras, até 135 após a data base das demonstrações financeiras<sup>16</sup>. Em relação às demonstrações financeiras ainda não auditadas, a prática é de *negative assurance*, ou seja, atestar que não se identificou problemas. Na condução da oferta a responsabilidade pelas informações é de intermediários e emissores, existindo um procedimento de *diligence call*, no qual o intermediário grava uma ligação com os

---

<sup>15</sup> § 4º A CVM não deferirá o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no período que se inicia no décimo sexto dia que antecede qualquer divulgação de informações periódicas da emissora e se encerra na data de sua efetiva divulgação.

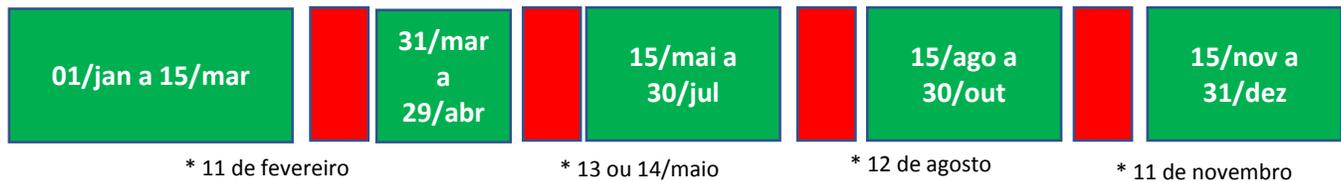
<sup>16</sup> Essa regulamentação está prevista no Statement on Auditing Standards (SAS) 72/AU 634

<https://www.aicpa.org/research/standards/auditattest/sas.html>

administradores do emissor, em que estes últimos afirmam que a próxima divulgação de resultados não trará informações materialmente diferentes. As empresas divulgam os “*flash numbers*”, que são os números mais importantes da companhia, que aparecem no prospecto como um “*preview*” do próximo resultado.

- (3) Voltando ao caso das ofertas no Brasil, de acordo com a regra brasileira existe a necessidade de as ofertas serem concluídas em até 16 dias antes da divulgação das próximas demonstrações financeiras. Como praticamente todas as ofertas conduzidas no Brasil contam também com esforço de venda no exterior, estas devem se submeter a regra que vigora nos Estados Unidos que estabeleve que os auditores podem dar a *comfort letter* em até 135 dias após o final do período de apuração. No caso das demonstrações financeiras de 30 de setembro, a situação é ainda mais crítica, pois, em geral, no período em que o auditor daria a *comfort letter*, ele já está trabalhando e tendo acesso às demonstrações completas do ano, sendo assim o prazo que a princípio seria de 135 dias acaba se reduzindo a 120 dias.
- (4) As duas limitações que se aplicam no Brasil, fazem com que, por cerca de 100 dias por ano, as ofertas não possam acontecer. Adicionalmente, no mês de agosto, é muito difícil que aconteçam ofertas, pois é o período de férias no hemisfério norte. Na ilustração a seguir é possível ver as janelas de ofertas atuais:

### JANELAS DE OFERTA E O PERÍODO DE BLACKOUT



\* Último dia para obter a *comfort letter*.

Obs: A carta conforto emitida até:

- 11 de fevereiro, refere-se ao período encerrado em 30 de setembro,
- 13 ou 14 de maio, refere-se ao período encerrado em 31 de dezembro,
- 12 de agosto, refere-se ao período encerrado em 31 de março e
- 11 de novembro, refere-se ao período encerrado em 30 de junho.

#### **Proposta:**

- Empresas deveriam captar recursos a qualquer tempo com base nas últimas demonstrações financeiras disponíveis. Caso a empresa considere que sua precificação e a avaliação pelo mercado não está alinhada com sua percepção, faria a oferta após a divulgação das demonstrações financeiras. Isso seria uma prerrogativa da companhia a ser discutida com o intermediário financeiro. Para o intermediário ter conforto de conduzir a operação, a empresa

atestaria que na próxima demonstração financeira a ser divulgada não há nenhuma alteração material.

- Alternativamente, caso o regulador avalie importante manter a vedação, poderia ser considerada a redução da restrição, hoje de 16 dias antes da divulgação das demonstrações financeiras, para por exemplo, 7 dias.

## 2. DOCUMENTOS PREVISTOS NA INSTRUÇÃO CVM 400/03

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 400/03

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Os prospectos são muito extensos, repetitivos e a linguagem, muitas vezes, não favorece o entendimento pelo público investidor. Os fatores de risco, como regra, incluem também riscos muito genéricos. Por exemplo, o cronograma da oferta está incluído no prospecto e muitas vezes é necessária uma nova divulgação do prospecto em função de alteração no cronograma. A parte da documentação da oferta que detalha o “Procedimento da Oferta” geralmente não varia de oferta para oferta e, portanto, não precisaria compor o prospecto.

**Proposta:**

- Dado que a parte da documentação que detalha como participar da oferta costuma ser bastante semelhante, de operação para operação, ela poderia ser retirada dos documentos e divulgada, por exemplo, por ofício, pela B3, e ficar disponível na página da internet da B3. Outra alternativa seria manter essas informações, exclusivamente, no Aviso ao Mercado e Anúncio e Início das ofertas.

## 3. PRODUTOS DE RENDA FIXA E SECURITIZAÇÃO

### A. DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DE EMPRESAS EMISSORAS DE RENDA FIXA SEM REGISTRO NA CVM

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- ICVM 476, art. 17

***Discussão do mérito/custo de observância:***

- (1) As experiências de emissão via Ofertas 476 por companhias fechadas mostram que a exigência de se divulgar as últimas demonstrações financeiras de encerramento de exercício auditadas pode gerar alguns custos desnecessários ao mercado de renda fixa:
- (i) emissoras vinculadas a um mesmo grupo econômico que já possuem demonstrações financeiras auditadas e divulgadas anulamente precisam produzir uma demonstração financeira individual, por força do atual art. 17 da ICVM 476/09.
  - (ii) quando as companhias realizam a emissão ao longo do exercício, precisam retroagir ao encerramento do exercício anterior para realizar a auditoria e viabilizar a admissão à negociação dos papéis
  - (iii) também há casos em que a companhia (em particular, Sociedades de Propósito Específico) é constituída para viabilizar a emissão durante o exercício social dispondo apenas das demonstrações financeiras de constituição.

***Proposta***

- Aterar o art. 17 da ICVM 476/09, permitindo a utilização das demonstrações financeiras consolidadas do grupo econômico;
- Divulgação das demonstrações financeiras sem relatório dos auditores do exercício anterior ou a de constituição, com o compromisso de que sejam divulgadas demonstrações financeiras auditadas a partir do exercício em que se der a admissão à negociação dos papéis.

***B. AMPLIAR PARTICIPAÇÃO DE INVESTIDOR ESTRANGEIRO NO MERCADO DE RENDA FIXA DOMÉSTICO***

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

***Norma:***

- Diversas

***Discussão do mérito/custo de observância:***

- (1) O mercado de renda fixa é ainda pouco utilizado, frente ao potencial do mercado brasileiro;
- (2) O mercado de renda fixa poderia ser mais bem aproveitado como a porta de entrada para empresas menores no mercado de capitais;
- (3) É preciso atrair o investidor estrangeiro para dar profundidade ao mercado;
- (4) É preciso ampliar a liquidez e transparência do mercado secundário; e

- (5) Avaliar com cuidado o fim das isenções a determinados produtos, estabelecendo um plano de transição para não se perder os avanços obtidos em termos de liquidez e acesso ao mercado.

**Propostas**

- Desenvolver um mercado de *bonds* brasileiro adotando padrões internacionais, onde possível, em termos de prazos, taxas, garantias, entre outros aspectos.
- Incluir uma “lâmina” de informações essenciais, aprimorando a transparência das informações do produto.
- Com possibilidade de aceitação em depósito em Depositárias Internacionais.

Observação: Tais propostas também foram apresentadas no âmbito do Grupo de Trabalho do Mercado de Capitais organizado pelo Ministério da Fazenda, mediante documento denominado “Novo Ambiente para Financiamento de Longo Prazo”.

**4. BOLETIM DE SUBSCRIÇÃO**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Lei nº 6.404/76, arts. 85, 107 e 108
- ICVM 400/03, Anexo II

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) A dinâmica de funcionamento dos mercados financeiros e de capitais mudou bastante ao longo dos mais de 40 anos da edição da Lei nº 6.404/76. A exigência de assinatura de pedido de reserva e/ou de boletim de subscrição não acompanhou tal evolução. Existem ofertas amplamente pulverizadas, com milhares de investidores e diversos intermediários envolvidos na distribuição.
- (2) De acordo com a lei nº 6.404/76, o boletim de subscrição é considerado um título executivo extrajudicial. Ao preencher e assinar o boletim, o investidor se compromete com a integralização das referidas ações. Ocorre que o mercado evoluiu muito, os procedimentos das ofertas são bastante estruturados e contam com um sistema que a B3 oferece para os intermediários, em que estão mapeadas as várias etapas da oferta até a conclusão da operação.
- (3) Por exemplo, no processo de reserva de investidores de varejo, as reservas vão sendo acompanhadas pelas corretoras ao longo do período da oferta, sendo que a B3 acompanha as reversas de todas as corretoras.
- (4) A B3 provê a infraestrutura para a liquidação da oferta sendo que cada corretora é responsável pela liquidação das reservas de seus clientes. No caso dos investidores institucionais, a B3 também

prove a infraestrutura para a liquidação das reservas e os bancos do consórcio se comprometem a liquidar as reservas feitas por seus clientes.

- (5) A confirmação do interesse do cliente é materializada com o pagamento pelas ações. Na B3, o processo de liquidação da oferta prevê a entrega das ações contra o pagamento. Ao providenciar o pagamento, os investidores indiretamente manifestam que estão de acordo com as características da oferta e preço.

**Proposta:**

- Propor alteração na Lei nº 6.404/76, para deixar de exigir a assinatura do boletim de subscrição nos casos de ofertas públicas de distribuição de ações. O tema foi apresentado ao Grupo de Trabalho do Mercado de Capitais, organizado pelo Ministério da Fazenda.

## 5. MELHORIAS NA INSTRUÇÃO CVM 361/02

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- [ICVM 361/02 arts. 2º, 4º, 5º, 9º, 11, 12, 13](#)
- [ICVM 487/10](#)
- [Lei nº 6.404/76, art. 258](#)
- [Instrução Normativa RFB 1585/15](#)

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Um importante avanço no arcabouço regulatório brasileiro aconteceu em 2002 com a publicação da ICVM 361/02, regulamentando as diversas modalidades e procedimentos para as ofertas públicas de aquisição de ações.
- (2) Ocorre que, devido à evolução do mercado e da jurisprudência administrativa, atualmente, a ICVM 361/02 apresenta alguns pontos que não são muito claros. Consideramos que seria muito positivo para os participantes de mercado terem mais clareza sobre os processos que foram definidos por meio de decisões tomadas pelo Colegiado da CVM, mas que ainda não foram incorporados à norma.
- (3) Os procedimentos para a realização de OPAs se estendem por meses, o que torna os processos muito custosos para os participantes.
- (4) A forma de cálculo para fins do limite de 1/3 das ações em circulação de que trata o art. 26 gera constantes questionamentos, e foi explicitada em voto proferido no contexto de processo administrativo. Tal assunto mereceria maiores esclarecimentos na própria ICVM 361/02.

- (5) Atualmente se discute muito as obrigatoriedades e a utilidade de publicações de documentos em jornal. A ICVM 361/02, em seu art. 11, e a Lei nº 6.404/76, art. 258, preveem publicação da íntegra de alguns documentos da OPA em jornal, incluindo o edital da OPA e os eventuais aditamentos, que podem ser múltiplos, considerando o atendimento de exigências da B3 e da CVM ou mudanças de condições da oferta e/ou cronograma do leilão. Recentemente, a CVM eliminou algumas obrigações de publicação em jornal de informações relacionadas às ofertas públicas.
- (6) Muitas vezes, os números trazidos pelos laudos de avaliação geram polêmica.
- (7) Ao longo da ICVM 361/02, há alguns pontos que suscitam dúvidas, como a regra prevista no art. 13, parágrafo 3º, de elevação do preço da OPA concorrente em 5%, se o percentual se aplicaria somente à primeira elevação de preço ou se todas as ofertas seguintes também estariam sujeitas a essa regra.
- (8) Outra questão que merece esclarecimento refere-se aos leilões de OPAs concorrentes, conforme caso recente. Há dúvidas quanto ao estabelecido no parágrafo 7º do art. 12, em um cenário de atuação de eventual interferente. Na realidade, há dúvidas sobre o propósito da vedação contida no referido dispositivo. Importante discutir a função do leilão. O conceito que prevaleceu foi o de que as ofertas compradoras (leilão de preço) surjam via edital, restringindo a possibilidade de melhorar a formação de preço no dia do leilão. A ICVM 487/10 veda a possibilidade de elevação do preço durante o leilão. A possibilidade de elevação do preço durante o leilão, mesmo que não surjam novos compradores, oferece ao acionista a possibilidade de obter melhor preço na venda das ações. Para os potenciais compradores que já manifestaram interesse via edital, lhes seria oferecido tratamento igualitário, independente de quem publicou o último edital, conferindo a todos a oportunidade de disputar o melhor preço e equalizando as condições da concorrência.
- (9) Ainda sobre procedimentos competitivos, a experiência recente evidenciou a necessidade de maior clareza quanto aos procedimentos necessários para manifestação de intenção de interferência no leilão da OPA. Adicionalmente, foi identificado que a ICVM 361 não exige expressamente a apresentação de garantia de liquidação por parte do eventual interferente.
- (10) Ao discutir as regras para OPA, outra questão que se apresenta refere-se à tributação do investidor não residente. A Instrução Normativa RFB 1585/2015 define que os investidores não residentes são isentos de imposto de renda sob ganho de capital para as operações cursadas em bolsa de valores. De acordo com o parágrafo 3º do art. 2º da ICVM 361/02, a OPA é considerada oferta pública efetuada fora de bolsa de valores, enquanto o Art. 4º da mesma instrução estabelece que a OPA seja efetuada em leilão em bolsa de valores. As regras para a condução das ofertas públicas de aquisição foram estabelecidas visando à obtenção da melhor formação de preço para os investidores vendedores, transparência nas características da oferta e a atuação das corretoras representando seus clientes investidores.

### **Propostas:**

- Após uma década e meia da publicação da ICVM 361/02 e os casos práticos que pudemos vivenciar no mercado brasileiro, consideramos que seria oportuno uma avaliação ampla da regra considerando oportunidades de melhorias. A seguir listamos alguns pontos que poderiam ser considerados na revisão da regulamentação:
  - ✓ Sugerimos a **revisão dos prazos regulamentares para as ofertas públicas de aquisição**.
    - No art. 9º, parágrafo 2º, a apreciação pela CVM e o registro em bolsa de valores tem o prazo máximo de 30 dias contados do protocolo na CVM, presumindo-se deferido se não houver manifestação da CVM nesse prazo. Ocorre que na prática, essa presunção não se aplica, pois, os intermediários apenas consideram que o registro foi concedido quando a CVM se manifesta.
    - No parágrafo 4º, o art. 9º, o prazo estabelecido pela CVM para eventuais exigências não deveria ser superior a 45 dias.
    - No art. 11, é definido prazo máximo de 10 dias para a publicação em jornal do instrumento da OPA a partir da obtenção do registro na CVM, quando for o caso. Sugerimos a substituição da obrigatoriedade de publicações em jornal por portal de notícias com página na internet e via Sistema Empresas Net, bem como que tal prazo seja reduzido para 5 dias.
    - No caso de OPA para aquisição de controle, o art. 258 da Lei nº 6.404/76 estabelece que a validade da oferta deve ter o prazo mínimo de 20 dias, enquanto a ICVM 361/02, art. 12, parágrafo 1º estabelece que o prazo entre a publicação do Edital e o Leilão deve ser de no mínimo 30 dias e no máximo de 45 dias. Sugerimos harmonizar em mínimo de 20 dias e máximo de 45 dias.
    - No caso de OPAs concorrentes, o prazo previsto entre a divulgação do edital e do leilão deveria ser de 30 dias a partir das ofertas concorrentes. Caso novos ofertantes venham a divulgar novo edital, seria interessante manter a data prevista de leilão, caso o prazo entre a nova oferta e o leilão seja de pelo menos 20 dias, conforme previsto na Lei nº 6.404/76.
    - Ainda sobre o prazo de conclusão do processo de OPA, empresas com *free float* abaixo de certo percentual poderiam ter cronograma mais acelerado, dado que o impacto desse movimento se aplica à quantidade limitada de investidores. Importante avaliar para quais modalidades de OPA a regra de 1/3 e 2/3 traz benefícios para os investidores.
    - Considerando que determinadas OPAs prolongam-se por período razoavelmente longo, a ICVM 361 poderia detalhar prazos de validade para as informações financeiras que servem de lastro para os editais e laudos de avaliação, de forma análoga à ICVM 400 (“janelas” de OPAs).
  - Interessante rever a sistemática de cálculo dos limites para efeitos da OPA por aumento de participação.
  - Com relação à obrigatoriedade de publicações em jornal, poderia ser considerada a divulgação em portal de notícias com página na internet e via Sistema Empresas Net. O art. 54-A da ICVM 400/03 traz a possibilidade de divulgação da oferta na rede mundial de computadores. A alteração traria agilidade, favoreceria a manutenção do sigilo e reduziria custos.

- É muito comum que os laudos sejam contestados. Há uma percepção de que, em alguns casos, as premissas adotadas são inconsistentes e questionáveis. Para participantes do mercado, não está claro se está ou não no escopo de atuação da CVM questionar a forma como o laudo foi elaborado. Sugerimos que seja avaliado em quais situações os laudos podem ser dispensados.
- Importante esclarecer a regra de 5% prevista no art. 13, parágrafo 3º, da ICVM 361/02. Se o percentual de 5% acima só se aplica à primeira oferta que venha a melhorar o preço, ou se todas as ofertas devem prever percentual pelo menos 5% superior.
- Sobre o tema de OPAs concorrentes visando à aquisição do controle acionário, para que o mercado tenha mais segurança do processo, seria interessante rever a regulamentação incorporando a definição de procedimento claro. **Defendemos a possibilidade de elevação do preço durante o leilão**, mesmo que não haja novos concorrentes no leilão.
- Nas OPAs para cancelamento de registro de companhia aberta, os procedimentos para rejeição da oferta são pouco intuitivos, pois o acionista deve necessariamente se habilitar no leilão, credenciando uma sociedade corretora para representá-lo na OPA, para na sequência não vender suas ações no respectivo leilão. Diante desse cenário, e considerando o histórico de questionamentos formulados por investidores em ofertas pretéritas, há a percepção de que persistem dúvidas no mercado a respeito do mecanismo para discordância, inclusive por haver, nos termos da ICVM 361, hipótese de manifestação expressa de concordância com o cancelamento (mas inexistir a mesma possibilidade para discordância). Avaliar alternativas de manifestar esta discordância, que poderiam passar pela previsão de formulário próprio (de forma análoga ao formulário de aceitação), ou outras vias a serem estudadas.
- Sugerimos que seja avaliada a conveniência de retomar a discussão com a Receita Federal do Brasil sobre a questão de as OPAs serem caracterizadas como operações fora de bolsa e, portanto, do ponto de vista do investidor não residente, poderem estar sujeitas à tributação sobre ganho de capital. A norma da CVM define algumas regras para a condução das ofertas públicas de aquisição que podem contribuir para o entendimento que é somente uma questão circunstancial a negociação ser fora do sistema principal de bolsa. A ICVM 361/02 estabelece a exigência de elaboração de Edital de Oferta Pública e ampla divulgação do mesmo. Estabelece ainda que para a participação no leilão e venda das ações os investidores devem ser previamente habilitados a participar e representados por suas respectivas corretoras de valores. Define também que deve haver tratamento igualitário aos acionistas vendedores, assim como que o procedimento de leilão seja efetivado em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, visando a obtenção da melhor formação de preço. Caso a CVM considere reiniciar essa discussão com a RFB, a B3 está a disposição para atualizá-la sobre todo o histórico e interações recentes com a Secretaria sobre o tema.

## PARTICIPANTE

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

### **Normas:**

- Resolução Bacen 1656/89, Art. 15
- Resolução Bacen 4195/13
- Instrução CVM 117/90, Art. 6
- Manual de Acesso BM&FBOVESPA

### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Atualmente, os participantes da B3 que sejam instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen devem, de acordo com a Resolução Bacen 4195/13 (exceto cooperativas de crédito) “elaborar Balancete Patrimonial Analítico de forma consolidada, incluindo os dados relativos às entidades discriminadas a seguir, localizadas no País ou no exterior, sobre as quais a instituição detenha controle direto ou indireto”.
- (2) De acordo com a Resolução Bacen 1656/89, “a sociedade corretora deve elaborar balancetes e, no último dia dos meses de junho e dezembro de cada ano, demonstrações financeiras que devem ser auditadas por auditores independentes registrados na Comissão de Valores Mobiliários” e a Instrução CVM 117/90 determina como as operações de carteria própria devem estar identificadas.
- (3) O Manual de Acesso da BM&FBOVESPA, por sua vez, exige que seja apresentado no processo de pedido de admissão “balanço ou balancete – balanço do último semestre da data do pedido ou balancete levantado em prazo não superior a 60 (sessenta) dias da data do pedido.
- (4) A necessidade de elaboração e envio de balanços e balancetes para diferentes órgãos reguladores e autorreguladores em diferentes momentos representa um custo de observância não justificado. Considerando a exigência do Bacen de apresentação mensal de balancete patrimonial analítico que engloba todas as instituições do grupo financeiro, o acesso a este documento pelo Bacen e CVM deveria ser suficiente para atender os requisitos de fornecimento de demonstrações financeiras destas entidades.
- (5) Analogamente, outras atualizações cadastrais das instituições financeiras ou autorizadas a funcionar pelo Bacen como, por exemplo, informações de diretores, poderiam ser feitas perante o Bacen e fornecidas por este à CVM de forma regular, sem a necessidade de múltiplas atualizações, que implicam em custos e riscos operacionais.

**Proposta:**

- Fornecimento do Balancete Patrimonial Analítico enviado mensalmente ao Bacen pelas instituições financeiras ou autorizadas a funcionar pelo Bacen para a CVM, com o objetivo de atender as obrigações relativas ao envio de demonstrações financeiras por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e participantes da B3.
- Fornecimento pelo Bacen à CVM de atualizações gerais do cadastro de instituições financeiras ou autorizadas a funcionar pelo Bacen referentes às instituições integrantes do sistema de distribuição e participantes da B3.

**1. INVESTIDOR – GERAL**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Normas:**

- Instrução CVM 301/99 - Anexo I
- Instrução CVM 505/11 - Art. 5º a 10
- Instrução CVM 506/11 – Anexo I
- Circular Bacen 3461/09 - Art. 2 a 4
- Instrução Normativa RFB 1634/16

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Atualmente, entendemos que as normas cadastrais aplicáveis a instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e às instituições financeiras estão organizadas da seguinte maneira:
- Instrução CVM 301/99: estabelece o conteúdo do cadastro a ser mantido pelas corretoras, distribuidoras e custodiantes para seus clientes assim como o prazo de atualização cadastral.
  - Instrução CVM 505/11: estabelece regras gerais de conduta a serem cumpridas pelas corretoras e distribuidoras na manutenção dos cadastros de seus clientes, assim como procedimento de cadastro simplificado para os casos de cadastro de investidores não residentes.
  - Instrução CVM 506/11: altera a CVM 301 estabelecendo prazo de atualização cadastral e definindo conteúdo mínimo do cadastro.
  - Circular Bacen 3461/09: consolida as regras sobre os procedimentos a serem adotados na prevenção e combate aos crimes de lavagem de dinheiro e financiamento de terrorismo e define as regras de manutenção de dados cadastrais atualizados.
  - Instrução normativa RFB 1634/16: rege o CNPJ e introduz o conceito de beneficiário final.
- (2) Complexidade e amplitude das informações: o processo de cadastro e abertura de uma conta em uma corretora é considerado mais complexo e trabalhoso e, por consequência, oneroso que a abertura de uma conta corrente em um banco. Entre as razões apontadas, as principais são que

as obrigações de fornecimento de informações por requerimento regulatório são muito mais extensas no primeiro caso e que novas normas no âmbito da regulação modificam as informações requeridas muito frequentemente.

- (3) Falta de harmonização de processo de cadastro e prazos: A existência de disposições cadastrais em diferentes normas cria problemas no que refere à consistência das informações e prazos requeridos, gerando um custo de observância não justificável. A existência de múltiplas normas não convergentes torna mais complexas as rotinas operacionais de cadastro propriamente ditas, mas também as atividades de compliance, supervisão e auditoria.
- (4) Documentação: O atual processo de cadastro prevê o armazenamento de documentação física de forma independente da qualificação do investidor. Existem algumas categorias de investidores cujas informações são públicas e deveriam ser dispensados formalmente do armazenamento de documentos disponíveis para consulta pública na rede mundial de computadores. Tal é o caso dos fundos de investimento e companhias abertas, por exemplo.

Além disso, a documentação requerida deveria ser repensada, considerando os avanços tecnológicos que permitem identificação mais segura e precisa que a coleta de cópias de documentos. O processo atual é antiquado, consome muito tempo e recursos das instituições envolvidas e não é necessariamente eficaz no que tange à prevenção dos crimes de lavagem de dinheiro, fraudes e outros.

***Proposta:***

Harmonização de informações, processos e prazos:

- Entendemos que o processo de consolidação das regras referentes ao cadastro de clientes em uma única norma da CVM está em processo de implementação com a revisão da ICVM 301/99, que deverá contemplar pontos antes tratados na ICVM 505/11 (regras de cadastro e cadastro simplificado). Desta forma, haverá uma única norma da CVM estabelecendo regras e procedimentos referentes ao cadastro de clientes.
- Adicionalmente, a B3 propõe que seja feito esforço equivalente no sentido de convergir o conteúdo e os prazos com aqueles dispostos na Circular Bacen 3641/09 e na IN RFB 1634/16. A B3 pode apresentar proposta neste sentido e participar junto com a CVM do encaminhamento do tema com o Bacen e com a RFB, caso necessário.

Documentação:

- Adoção de regra geral para aceitação irrestrita de informações em formato digital, sem prévia aprovação caso a caso por parte da CVM do modelo de cadastro, desde que cumpridos requisitos mínimos previamente definidos. A adoção de informações em formato digital já está disseminada no mercado brasileiro e a CVM analisa o modelo de cadastro de forma discricionária há vários anos, de forma que já existe um referencial sólido para definição de regras mínimas a serem cumpridas, mas que evite a discricionariedade custosa do processo atual de aprovação.

- Deve ser contemplada, possivelmente na revisão da Instrução CVM 301/99, a dispensa formal de apresentação de documentação para categorias de investidores com informações públicas divulgadas na rede mundial de computadores – fundos de investimento, companhias abertas, outros
- Desenvolvimento de repositório único e centralizado de informações/documentos em formato digital, com segurança adequada e que possam ser compartilhados pelos participantes de mercado. É necessário desenvolver modelo operacional e jurídico para funcionamento da central de cadastro. A B3 analisa atualmente modelo onde o próprio investidor possa ser responsável diretamente pelas informações de sua base cadastral.

## 2. INVESTIDOR NÃO RESIDENTE

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

### **Norma:**

- Instrução CVM 505/11, Arts. 9 e 10
- Instrução CVM 560/15, Art. 18
- IN RFB 1634/16, Arts. 18 a 21
- Resolução 4373/14, Arts. 4 e 5

### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Entendemos que as normas cadastrais aplicáveis ao cadastro de investidores não residentes evoluíram da seguinte maneira:
  - Em 2005, a CVM emitiu a ICVM 419 com o objetivo de regulamentar o cadastro simplificado de investidores não residentes (INR). Tal norma se aplicava à possibilidade de intermediários locais manterem contrato com intermediário estrangeiro e, de forma análoga, custodiantes locais com custodiantes globais.
  - Em 2011, a ICVM 505 alterou a ICVM 419 e incorporou as regras referentes ao cadastro simplificado de INR por intermediários.
  - Em 2016, a RFB emitiu a IN RFB 1634 que regulamenta a emissão de CNPJ em geral e, em particular, para INR. Nesta IN, a RFB define que as informações cadastrais de INR deve abranger a pessoa física ou jurídica caracterizadas como beneficiários finais e que são beneficiários finais:
    - I - a pessoa natural que, em última instância, de forma direta ou indireta, possui, controla ou influencia significativamente a entidade; ou
    - II - a pessoa natural em nome da qual uma transação é conduzida.
- (2) Em 2017, a RFB acionou a CVM, que solicitou à BSM e à Anbima a coleta de informações com corretoras e custodiantes sobre cadastro de INR com o objetivo de identificar os beneficiários

finals de investimentos em portfólio no Brasil. O objetivo desta iniciativa é identificar eventuais situações de evasão fiscal por parte de investidores brasileiros que possam ser clientes de veículos coletivos de investimento no exterior.

- (3) A Resolução 4373/14 determina, em seu Art. 4º, que os investidores não residentes se sujeitam a registro na CVM e, em seu Art. 5º, define o investidor não residente como: “individual ou coletivo, as pessoas físicas ou jurídicas, os fundos ou outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior”. Desta maneira, é possível depreender que o INR para efeitos da regulamentação do Bacen que o INR é aquele que investe no Brasil por meio de código CVM específico (passageiro de conta coletiva), sem que este necessariamente seja o beneficiário final conforme qualificado anteriormente. Esta mesma identificação permite os registros de investimentos no Registro Declaratório Eletrônico (RDE) mantido pelo Bacen para fins de controle dos investimentos de INR em portfólio. Este arcabouço está em funcionamento desde o início de investimento de não residentes no Brasil.
- (4) Ademais, desde 2005, quando publicada a ICVM 419/05, a CVM possui entendimento claro de que a corretora local mantém relacionamento direto com o intermediário no exterior e que este intermediário é, na maioria das vezes, o gestor de recursos contratado por fundos e outros veículos coletivos de investimento. Desta forma, o gestor possui a informação e documentação do veículo coletivo de investimento (de acordo com os requerimentos da legislação estrangeira), mas não possui a informação ou documentação dos cotistas. Inclusive porque a composição de cotistas do fundo muda diariamente.
- (5) Desta forma, é possível depreender que, para a regulamentação brasileira (CVM e Bacen), o INR é o veículo que investe no Brasil por meio de um código CVM e para o qual são registrados os investimentos no Registro Declaratório Eletrônico (RDE) no Bacen. É claro, portanto, que o investidor não residente, inclusive para fins de tributação, é o veículo coletivo que investe no Brasil e não o cotista do fundo, conforme sugere a redação da IN RFB 1634/16. A própria IN 1634/16, Art. 8º, Parágrafo 3º, assim o considera quando excetua da aplicação do conceito de beneficiário final: as entidades de previdência, fundos de pensão e instituições similares, desde que reguladas e fiscalizadas por autoridade governamental competente no País ou em seu país de origem.
- (6) O intermediário local prevê, em seu contrato com o intermediário estrangeiro, a possibilidade de solicitar informações relativas ao INR para quem o intermediário estrangeiro opera, mas tal provisão não necessariamente comporta a obtenção de informações acerca do beneficiário final. Existe uma diferença entre o conceito de INR tal como é definido na Resolução 4373/14 e na IN RFB 1634/16.
- (7) Tal incerteza jurídica representa um imenso custo de observância para o INR, seus intermediários, custodiante e representante legal. É fundamental o alinhamento conceitual acerca do INR entre diferentes reguladores e entre estes e a RFB.

- (8) Vale destacar que o INR representa atualmente **50%** do volume negociado em *equities*, **40%** do volume de derivativos e cerca de **15%** da dívida pública federal, ou seja, a saída deste investidor do Brasil pode ter um forte impacto nos mercados financeiro e de capitais brasileiro. Porém, justamente este investidor é muito sensível a incerteza jurídica e possui, com facilidade, outros mecanismos à sua disposição para investir em ativos brasileiros fora do Brasil, como por meio dos ADRs, por exemplo.

**Proposta:**

- Alinhamento do entendimento de conceito de INR e beneficiário final para fins cadastrais e tributário.
- Confirmação do entendimento do conceito de INR constantes da Resolução 4373/14, da ICVM 505/11 e da ICVM 560/15, frente ao disposto na IN RFB 1634/17.

### 3. MANUTENÇÃO DE CNPJ/CPF DE INVESTIDOR NÃO RESIDENTE

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Ausência de norma ou convênio com RFB que cubra o processo de manutenção de CNPJ/CPF.
- O Convênio CVM – RFB e o Ofício Circular SIN 02/2014 cobrem apenas o processo de emissão de CNPJ/CPF para investidores não residentes.

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Por meio de Convênio CVM-RFB, o processo de emissão de CNPJ/CPF para investidores não residente é automatizado. O processo de cancelamento, ou qualquer outra manutenção, de CNPJ/CPF de investidores não residentes, não é contemplado pelo Convênio e requer solicitação manual e burocrática feita pelo representante legal diretamente à RFB.
- (2) Como consequência, existe o risco de CNPJ/CPF de investidores não residentes permanecerem ativos indevidamente (quando já se rompeu o vínculo contratual com o representante legal), podendo ser utilizados para outras finalidades que não o investimento em portfólio. Uma vez rompido o vínculo contratual com o representante legal, não existe acompanhamento do processo de cancelamento (ou não) do respectivo CNPJ/CPF do investidor não residente.
- (3) O custo de observância, neste caso, não corresponde apenas aos trâmites burocráticos enfrentados pelo representante legal, mas ao risco de haver CNPJ/CPF indevidamente válidos que podem ser utilizados para outras finalidades.

**Proposta:**

- Alteração ao Convênio CVM – RFB para prever a automatização do processo de cancelamento de CNPJ/CPF de forma similar ao realizado no processo de emissão.
- Desenvolvimentos, no vínculo de sistemas entre CVM e RFB, que permitam a operacionalização de funcionalidades de cancelamento e outras manutenções.

#### 4. CADASTRO DE CLIENTES DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (CCS) E CADASTRO CENTRALIZADO B3

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Convênio entre Poder Judiciário e Bacen (BacenJud)
- Lei nº 10.701/03, Art. 3º
- Instrução CVM 541/13, Art. 15

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) O Cadastro de Clientes do Sistema Financeiro Nacional (CSS-Bacen) é um sistema informatizado que permite indicar onde os clientes de instituições financeiras mantêm contas de depósitos à vista, depósitos de poupança, depósitos a prazo e outros bens, direitos e valores, diretamente ou por intermédio de seus representantes legais e procuradores. O Cadastro não contém dados de valor, de movimentação financeira ou de saldos de contas/aplicações.
- (2) O CCS abarca também os valores mobiliários e ativos depositados na Central Depositária B3. A Central Depositária por sua vez também deve manter sistema centralizado de cadastro.
- (3) A eventual divergência de informações entre as duas bases cadastrais pode gerar risco jurídico para o investidor, para a corretora e para o custodiante.
- (4) Considerando que a consolidação das bases cadastrais de investidores no âmbito da B3 representa a totalidade dos investimentos realizados em mercado de capitais, a base cadastral de investidores da B3 deveria ser considerada como referência nacional para ativos financeiros e valores mobiliários.

**Proposta:**

- Implementação de Convênio (ou discussão) entre B3 e Bacen com o objetivo de adotar a base cadastral de investidores da B3 como referência para investimento no mercado de capitais brasileiro (ativos financeiros e valores mobiliários).

## V. NEGOCIAÇÃO

### 1. REVISÃO DA INSTRUÇÃO CVM 168/91

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 168/91
- Instrução CVM 461/07

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) A ICVM 168/91, que dispõe sobre operações sujeitas a procedimentos especiais nos ambientes de negociação, encontra-se defasada em relação às atuais práticas de mercado, sobretudo no que diz respeito aos parâmetros de preço e quantidade empregados.
- (2) Considerando o dinamismo do mercado de capitais, a definição destes parâmetros em uma norma da CVM, cuja alteração, por vezes, não é de fácil ou rápida implementação, representa um custo de observância para os participantes do mercado.
- (3) A definição de parâmetros numéricos de preço e quantidade para adoção de procedimentos especiais, sobretudo de leilão, deveriam estar no âmbito da autorregulação que possui visão mais próxima do funcionamento do mercado. Assim é para uma série de outros parâmetros como túneis de negociação, por exemplo. A CVM aprovaria as regras gerais de determinação destes valores que poderiam ter mais agilidade na sua definição e adaptação.
- (4) Adicionalmente, prevalece, até o momento, o entendimento de que operações que violam os parâmetros estabelecidos pela Instrução CVM 168/91 devem, necessariamente, ser canceladas. No entanto, a análise concreta de operações onde ocorre uma violação de parâmetros indica que a grande maioria das situações são legítimas e não deveriam implicar no cancelamento automático das operações. O cancelamento automático de operações legítimas gera, potencialmente, um custo econômico real para as partes envolvidas que deverão voltar a mercado para realização de novas operações.

**Proposta:**

- Proposta de alteração da Instrução CVM 461/07 para fins de contemplar os aspectos normatizados pela Instrução CVM 168/91, já em discussão pela B3 com a CVM.
- A proposta contempla, entre outros, a transferência para o âmbito da autorregulação, da definição dos parâmetros de deflagração da adoção de procedimentos especiais de negociação e

o não cancelamento automático, mas mediante análise prévia, de operações que violam os parâmetros de quantidade e preço estabelecidos.

## 2. RESTRIÇÃO PARA PESSOA VINCULADA OPERAR

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

### **Norma:**

- Instrução CVM 505/11, Art. 25

### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) De acordo com o Art. 25 da ICVM 505/11, as pessoas vinculadas somente podem negociar valores mobiliários por meio do intermediário a que estiverem vinculadas, a não ser que o intermediário não esteja autorizado a atuar no mercado específico.
- (2) Algumas corretoras, apesar de possuírem autorização da CVM para atuar no segmento de mercado, não possuem foco no atendimento de investidores de varejo. É o caso, sobretudo, de corretoras voltadas ao atendimento de investidores não residentes e institucionais locais.
- (3) Resulta que o atendimento forçoso das pessoas vinculadas a estas corretoras que não possuem segmento de varejo atrapalha a atividade principal da corretora e proporciona um atendimento de qualidade apenas mediana ao investidor pessoa vinculada. Este investidor poderia ser mais bem atendido em outra instituição forte no segmento de varejo e recursos da corretora não precisariam ser deslocados para atender um segmento no qual não atua à exceção destas operações.
- (4) Entende-se necessário o controle das operações de pessoas vinculadas, inclusive para verificar eventual correlação entre tais operações e outras operações da instituição. Ainda assim, é possível desenvolver controles que permitam tal monitoramento sem perda de eficiência da corretora e sem geração de custos de observância com baixo mérito.

### **Proposta:**

- Emissão pela CVM de Ofício Circular esclarecendo que pessoas vinculadas possam operar por meio de uma outra instituição de sua escolha desde que o vínculo permaneça identificável no cadastro da corretora por meio da qual a pessoa vinculada opera, permitindo o cruzamento de operações da pessoa vinculada e demais operações cursadas na corretora com quem mantém vínculo.

### 3. REGRAS REFERENTES À TRANSMISSÃO DE ORDENS

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

Instrução CVM 505, Art. 12 a 14.

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) A ICVM 505/11 exige o registro do recebimento de ordens por telefone previamente à execução em ambiente de bolsa ou balcão. Tal procedimento não é questionado quanto ao seu mérito para operações realizadas em mercados organizados de bolsa ou balcão.
- (2) No entanto, para mercados fora de balcão organizado (cota de fundo fechado, por ex.), onde as formas de transmissão de ordens são naturalmente mais flexíveis (whatsapp/mensagens), o aspecto relevante a ser contemplado pela norma deveria ser a comprovação de que o cliente tem ciência do registro da ordem, ainda que cronologicamente posterior ao registro da ordem propriamente dita, e não apresentou nenhuma oposição ou restrição.

**Proposta:**

- Emissão, pela CVM, de Ofício Circular contemplando procedimentos mais flexíveis de registro de ordens relativas a operações realizadas fora de ambiente de bolsa ou balcão organizado.

## VI. REGISTRO

### 1. OBRIGATORIEDADE DE PRÉ-REGISTRO DE OPERAÇÕES FORA DE MERCADO ORGANIZADO

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Ofício-circular/CVM/SMI/Nº3/2015
- Mesma exigência válida para CRI, CRA e cota de fundo fechado no âmbito do segmento CETIP

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) O pré-registro das operações fechadas fora de sistema de negociação mantido por entidade administradora de mercado de bolsa ou balcão organizado tem o objetivo de promover a transparência dos preços para operações com debêntures, CRI, CRA e cotas de fundo fechado.

- (2) O pré-registro deve ser executado no sistema Cetip Voice e as operações são enviadas para o sistema REUNE mantido pela ANBIMA, por meio do qual é feita a divulgação dos preços das operações pré-registradas.
- (3) Tal procedimento apresenta uma série de questões que previnem que o objetivo pretendido seja assegurado.
- (4) Inicialmente, o pré-registro feito no sistema Cetip Voice não tem validade jurídica. É o registro efetivo no sistema NoMe que possui validade jurídica e caracteriza operação realizada. As operações objeto de pré-registro no Cetip Voice não são registradas no NoMe de forma automática, requerindo nova inserção manual das mesmas operações no sistema NoMe com algumas horas de diferença.
- (5) Mais importante, não é realizada consistência entre as operações objeto de pré-registro no Cetip Voice e aquelas registradas efetivamente no sistema NoMe. Resulta que os preços divulgados a partir do pré-registro podem não refletir adequadamente as operações que somente são válidas uma vez registradas. Em outras palavras, se houver alguma discrepância relevante entre as operações pré-registradas e as efetivamente registradas, poderia se argumentar que o processo, ao invés de assegurar a transparência de preços, pode, ao contrário, promover a divulgação de referências equivocadas de preço.
- (6) A necessidade de pré-registro não é, portanto, eficiente do ponto de vista do objetivo almejado e eleva desnecessariamente o custo de observância do mercado. Seria mais eficiente e menos oneroso criar regras ou incentivos ao registro no sistema NoMe da forma mais tempestiva possível.
- (7) Ademais, operações registradas no sistema NoMe já possuem divulgação pública de preços e quantidades sem que haja necessidade da interposição do REUNE para tal divulgação. Desta forma, seria possível assegurar que as informações dos negócios refletem exatamente o que foi realizado, da maneira mais *straight through processing* possível, sem a interveniência, inclusive por meio de processos manuais, de terceiros.

**Proposta:**

- Revogação do Ofício-circular/CVM/SMI/Nº3/2015 (e disposições semelhantes para CRI, CRA e cota de fundo fechado), eliminando a necessidade de pré-registro no Cetip Voice, uma vez que as operações registradas no NoMe já proporcionariam a transparência almejada, sem a necessidade de manutenção de sistemas e processos envolvidos no Cetip Voice ou REUNE. Os dados publicados teriam a segurança de refletir perfeitamente a realidade das transações no mercado uma vez que seriam compostos a partir de operações cujo registro é legalmente válido.

## VII. MECANISMOS DE PROVISÃO DE LIQUIDEZ

### 1. RESTRIÇÃO DE MECANISMOS DE ASSISTENCIA DE LIQUIDEZ PARA CORRETORA E CLIENTE – GERAL

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Resolução Bacen 1655/89, Art. 12

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Corretoras não tem a função precípua de conceder crédito, o que requereria o cumprimento de um conjunto de requisitos financeiros.
- (2) No entanto, no âmbito do mercado de capitais, a quase totalidade das corretoras atua como membro de compensação perante a Clearing B3 e assume, assim, a responsabilidade de liquidar as operações de seus clientes, independentemente de estes terem honrado com suas obrigações. Tal é a cadeia de responsabilidade na liquidação, conforme detalhado no regulamento e no manual operacional da Clearing, aprovados pela CVM e pelo Bacen.

A corretora não pode se furtar a completar o pagamento para a Clearing, independentemente de não ter recebido os respectivos recursos do seu cliente. Para mitigar o risco de principal, a corretora, como membro de compensação, pode restringir a entrega dos ativos não pagos no sistema da Clearing. Desta forma, o cliente que não efetuou o pagamento não recebe a contrapartida em ativos envolvidos na transação. O percentual de ocorrências desta natureza é muito pequeno, inferior a 0,1 % do volume negociado.

A maioria destas ocorrências é regularizada em D+4 e tem sua origem em problemas de ordem operacional, muitas vezes envolvendo investidores não residentes em função de diferenças de fuso horário, transações de câmbio feitas com atraso e falta de instrução na cadeia de intermediação e custódia.

O funcionamento do mecanismo descrito é fundamental para salvaguardar, inclusive, a Clearing e sua cadeia de responsabilidades.

- (3) Resulta que o cumprimento das obrigações de pagamento em lugar do investidor inadimplente configura um adiantamento de recursos, mas não uma concessão de crédito – afinal, espera-se que o cliente vá cumprir com sua obrigação em um ou dois dias, tipicamente.

- (4) Para fins de eficiência da norma, é preciso diferenciar assistência temporária de liquidez, caso em que o membro de compensação liquida as obrigações do cliente no prazo com base na retenção do principal da negociação e outras garantias demandadas, de uma situação de concessão de crédito, onde não haveria perspectiva clara do cliente vir a honrar com suas obrigações.
- (5) A alternativa oferecida pela conta margem é insuficiente, dada a pouca abrangência de ativos cobertos e a falta da familiaridade do investidor não residente com este produto.
- (6) Nos principais mercados internacionais, o cliente possui uma linha de liquidez colateralizada com sua corretora amparada em cálculos de exposição ao risco. A função desta linha é proporcionar flexibilidade operacional e não simular uma operação de crédito. A verificação do prazo e das condições contratadas permitem caracterizar tal condição.
- (7) Existe um custo de observância na medida em que, por um lado, a corretora é obrigada a liquidar as operações do cliente faltante em função da sua adesão às regras da Clearing e, por outro, não pode obter remuneração pela assistência temporária de liquidez ao cliente por temer que se configure uma situação vedada pela norma. O serviço de assistência de liquidez, no entanto, exige o desempenho de uma séria de tarefas relacionadas aos comandos de restrição de entrega, administração de garantias, comunicações com o cliente e seu custodiante, entre outros.

**Proposta:**

- Desenvolvimento de norma com parâmetros que identifiquem a situação de assistência de liquidez e a diferencie da situação de concessão de crédito ou financiamento.
- A discussão deve levar à revisão do fundamento da conta margem e ao desenho de outro mecanismo mais eficiente e condizente com o funcionamento atual do mercado.

## 2. RESTRIÇÃO DE MECANISMOS DE PROVISÃO DE LIQUIDEZ PARA INVESTIDORES NÃO RESIDENTES

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Circular Bacen 24/66

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) De acordo com interpretação de representantes legais, corretoras e custodiantes, a Circular 24 limitaria a possibilidade de estabelecer limite intradiário para investidores não residentes por meio, por exemplo, do mecanismo de restrição da entrega na liquidação até que os recursos tenham sido devidamente creditados para o custodiante.

- (2) A utilização do mecanismo de restrição na entrega não configura concessão de crédito, uma vez que se trata apenas do bloqueio temporário do principal da operação até que os respectivos recursos financeiros para liquidação tenham sido recebidos pelo custodiante/membro de compensação responsável pela liquidação.
- (3) Para fins de eficiência da norma, é preciso diferenciar assistência temporária de liquidez, caso em que a entrega dos ativos é restrita temporariamente até que o INR cumpra com suas obrigações de pagamento, de uma situação de concessão de crédito, onde não haveria perspectiva clara do cliente vir a honrar com suas obrigações.

Como explicado anteriormente, a maioria destas ocorrências é regularizada em D+4 e tem sua origem em problemas de ordem operacional, em função de diferenças de fuso horário, transações de câmbio feitas com atraso e falta de instrução na cadeia de intermediação e custódia.

- (4) A restrição imposta pela Circular 24 não se justifica atualmente em um contexto de economia global e sistema financeiro internacionalizado, gerando um custo de observância elevado, onerando desnecessariamente as operações dos investidores não residentes e restringindo a liquidez do mercado brasileiro.

**Proposta:**

- Revogação da Circular Bacen 24/66.

### 3. RESTRIÇÃO DE MECANISMOS DE PROVISÃO DE LIQUIDEZ PARA CORRETORA DO GRUPO ECONÔMICO

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Resolução Bacen 2951/02
- Lei 7492/86 (“colarinho branco”)
- Lei 4595/64 (“colarinho branco”)

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Conforme mencionado anteriormente, a corretora, na qualidade de membro de compensação da Clearing B3, tem a responsabilidade de liquidar as operações de seus clientes, independentemente de estes terem cumprido com suas obrigações de pagamento nos horários previstos.

- (2) A liquidação de operações está prevista no objeto social das corretoras, poderia ser considerado legítimo a obtenção de financiamento dentro da caracterização de “para fins de execução de atividades previstas no respectivo objeto social”.
- (3) Nesse sentido, conforme apresentado em consulta feita ao Deban pela B3 sobre a interpretação da Resolução 2951/02, seriam admissíveis operações de empréstimo e financiamento para suprir necessidades de liquidez emergencial e de curtíssimo prazo, decorrentes, por exemplo, de atrasos ou falhas de liquidação de obrigações por parte dos clientes das corretoras e distribuidoras no âmbito de câmaras de compensação e de liquidação, nos termos da Lei 10214/01.
- (4) Uma eventual interpretação diversa da exposta acima para o inc. I do art. 1º da Resolução 2951/02 injustificadamente excluiria do conjunto de salvaguardas um saudável mecanismo que pode, em determinadas situações, evitar que episódios isolados de iliquidez que afetam originalmente apenas uma corretora ou distribuidora acabem por se alastrar e se transformar em problemas sistêmicos.
- (5) Ademais, as corretoras e distribuidoras estão obrigadas a manter adequadas estruturas de gerenciamento de riscos de liquidez, nos termos da Resolução CMN 4557/17. Assim, restrições abrangentes a empréstimos e financiamentos (como no caso de uma interpretação diversa da acima exposta para o inc. I do art. 1º da Resolução 2951/02) importariam em grave entrave prático para o cumprimento das próprias determinações regulatórias existentes no que tange ao gerenciamento de risco de liquidez.

**Proposta:**

- Assunto em tratamento com o Bacen.
- Necessário discutir parâmetros para o que seria um prazo adequado para caracterizar assistência de liquidez e não concessão de crédito – Lei 7492 e Lei 4595.

## VIII. CENTRAL DEPOSITÁRIA E CUSTÓDIA

### 1. MANUTENÇÃO DE CONTAS E TRATAMENTO DE EVENTOS

#### A. MANUTENÇÃO DE CONTA COM SALDO (ATIVOS E EVENTOS, PAGOS OU PROVISIONADOS) NO CASO DE INVESTIDOR NÃO LOCALIZADO

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 541/13, Art. 15 e Art. 31
- Instrução CVM 542/13, Art. 11 e Art. 12

- Instrução CVM 543/13, Art. 17
- Código Civil – Lei 10406/02, Art. 206
- Lei 6404/76, Art. 287
- Lei 2313/54 (Lei do Abandono), Art. 1, § 1º

***Discussão do mérito/custo de observância (1):***

- (1) A ICVM 541/13 requer que a central depositária mantenha "sistema centralizado de informações que permita a identificação do investidor e a atualização das informações cadastrais fornecidas pelo custodiante que prestar serviços ao investidor".
- (2) De acordo com o Art. 12 da ICVM 542/13, o custodiante deve "II – tomar todas as medidas necessárias para a identificação da titularidade dos valores mobiliários, para a garantia de sua integridade e para a certeza sobre a origem das instruções recebidas; e III – zelar pela boa guarda e pela regular movimentação dos valores mobiliários mantidos em custódia, conforme as instruções recebidas, e pelo adequado processamento dos eventos a eles relativos, mediante a implementação de sistemas de execução e de controle eletrônico e documental".
- (3) Por outro lado, em situações diversas que podem requerer o fechamento da conta do investidor pelo custodiante ou pela central depositária (inclusive ausência de atualização cadastral), o procedimento para extinção do depósito é a transferência para os livros escriturais do emissor.
- (4) Contudo, a ICVM 543/13 estabelece que, na impossibilidade de identificação do titular, o escriturador pode recusar a retirada.
- (5) Desta forma, a central depositária e o custodiante mantêm e dão tratamento a um volume de valores mobiliários depositados/custodiados sem cadastro atualizado, gerando elevados custos de manutenção e riscos.
- (6) O objetivo de manter ativos depositados em uma central depositária sob a administração de um custodiante é o de negociá-los em mercado secundário. Se este objetivo não se verifica, tais ativos e respectivas provisões devem ser mantidos no livro de escrituração.
- (7) Com relação a recursos financeiros relativos a eventos de custódia pagos, os mesmos ficam retidos em contas especiais no âmbito do custodiante sem tratamento específico.

***Proposta:***

- Para ativos depositados/custodiados ou eventos provisionados, mas não pagos: alteração na ICVM 543/13 de forma a contemplar a retirada (ativos e provisões) para o livro de escrituração mesmo nos casos em que o investidor não for localizável em função de não manter o cadastro atualizado, permitindo que a central depositária/custodiante encerre as respectivas contas de depósito/custódia.

- Para recursos financeiros (eventos pagos): Emissão de Ofício Circular pela CVM sobre a possibilidade de adoção de:
  - Alternativa 1: prazos de prescrição aplicáveis no Código Civil ou Lei das SAs.
    - De acordo com a Lei 10.406/02 (Código Civil), Art. 206, § 3º, III: “Prescreve: (...) em três anos (...) III - a pretensão para haver juros, dividendos ou quaisquer prestações acessórias, pagáveis, em períodos não maiores de um ano, com capitalização ou sem ela.
    - A Lei 6.404/76, por sua vez, no Art. 287, II, define que: “Prescreve: (...) em 3 (três) anos: a) a ação para haver dividendos, contado o prazo da data em que tenham sido postos disposição do acionista; (...)”.
  - Alternativa 2: previsão da Lei 2.313/54 (Lei do Abandono) que prevê que: “Art. 1º: Os contratos de depósito regular e voluntário de bens de qualquer espécie se extinguem no prazo de 25 (vinte e cinco) anos, podendo, entretanto, ser renovados por expressa aquiescência das partes. § 1º Extintos êsses contratos, pelo decurso do prazo, os bens depositados serão recolhidos ao Tesouro Nacional e, aí, devidamente relacionados, em nome dos seus proprietários, permanecerão, se não forem êstes reclamados no prazo de 5 (cinco) anos, findo o qual se incorporarão ao patrimônio nacional”.

**B. MANUTENÇÃO DE CONTA COM SALDO (ATIVOS E EVENTOS, PAGOS OU PROVISIONADOS) NO CASO DE EMISSOR “INEXISTENTE”**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 541/13, Art. 15 e Art. 31
- Instrução CVM 542/13, Art. 11 e Art. 12
- Instrução CVM 543/13, Art. 17

**Discussão do mérito/custo de observância (2):**

- (1) No caso de emissor “inexistente” (falido, liquidado etc - ex. Mesbla), não existe escrituração dos ativos, já que estes não têm nenhum valor legal ou econômico.
- (2) No entanto, não existe previsão normativa que permita encerrar a posição/provisionamento e inativar a conta de depósito do investidor na central depositária (ou a conta de custódia no custodiante), ensejando um elevado custo de manutenção por parte das centrais depositárias e custodiantes.

**Proposta:**

- Emissão de Parecer de Orientação ou Circular pela CVM autorizando a central depositária e os custodiantes a proceder a zeragem do provisionamento. Em tratamento com órgãos reguladores.

### C. MIGRAÇÃO DE CUSTÓDIA POR CANCELAMENTO DE AUTORIZAÇÃO

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 542/13, Art. 8, § 1º

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) No caso de contas com saldo mantidas por investidores que não atenderam às exigências de atualização cadastral e, por consequência, não são localizáveis, o custodiante pode ter dificuldades de encerrar suas atividades.
- (2) De acordo com a ICVM 543/13, a devolução, para o livro de escrituração, pode ser recusada pelo escriturador no caso de investidores não identificados ou, ainda pior, pode não haver livro de escrituração porque o próprio emissor já não existe mais (ex. Mesbla). O mesmo é válido para eventos de custódia provisionados e pagos.

**Proposta:**

- Alteração na ICVM 543/13 para contemplar a possibilidade de retirada para o livro de escrituração mesmo em caso de investidor não localizável.

### D. TRATAMENTO DE PROVISÃO DE DIREITO PARA DOADOR

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 441/06, Art. 10
- Manual de Procedimentos Operacionais da Clearing B3

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) O Manual de Procedimentos Operacionais da Clearing B3 estabelece a provisão, no contrato de empréstimo, de direitos deliberados e não pagos.
- (2) Esta provisão pode permanecer mesmo após o encerramento do contrato de empréstimo até que o direito seja efetivamente pago pelo emissor.

- (3) No caso de investidor não localizado (falta de atualização cadastral) que mantenha provisões de direitos vinculados a contratos de empréstimo, não existe previsão normativa para tratamento de provisionamento.
- (4) A mesma situação ocorre no caso de emissor inexistente (falido, liquidado etc) cujos eventos foram provisionados e não foram pagos.

**Proposta:**

- Para ativos depositados/custodiados ou eventos provisionados mas não pagos: alteração na ICVM 543/13 de forma a contemplar a retirada (ativos e provisões) para o livro de escrituração mesmo nos casos em que o investidor não for localizável em função de não manter o cadastro atualizado, permitindo que a central depositária/custodiante encerre as respectivas contas de depósito/custódia.
- No caso de emissor inexistente: Emissão de Parecer de Orientação ou Circular pela CVM autorizando a central depositária e os custodiantes a proceder a zeragem do provisionamento. Em tratamento com órgãos reguladores.

**2. PROCESSO DE DEPÓSITO/RETIRADA**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 543/13, Art. 21, III

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) A ICVM 543/13 define como dever do prestador de serviços de escrituração: “assegurar que os registros relativos às transferências e constituições de direitos, de fruição ou de garantia, assim como outros gravames sobre os valores mobiliários escriturados sejam feitos no menor prazo possível e que estejam amparados em documentos juridicamente válidos”.
- (2) Não existem normas referentes ao processo de transferência de titularidade fiduciária de valores mobiliários entre o escriturador e a depositária central. A regulamentação referente a este processo está no âmbito da autorregulação (B3).
- (3) De acordo com os Procedimentos Operacionais da B3, o processo de transferência de titularidade fiduciária do escriturador para a central depositária é realizado por meio do encaminhamento de solicitação por escrito (formulário OTA – ordem de transferência de ativos) e documentos adicionais pelo custodiante ao escriturador. Uma vez validada a solicitação, o escriturador

encaminha arquivo eletrônico à B3 para registro dos ativos na conta de depósito do investidor sob a responsabilidade de seu agente de custódia.

- (4) Os procedimentos e regras no âmbito da B3 não capturam os processos que ocorrem anteriormente ao envio do arquivo pelo escriturador à B3, ou seja, entre a solicitação do investidor, o encaminhamento da OTA pelo custodiante ao escriturador e o recebimento da OTA pela central depositária. Em particular, não existem procedimentos uniformes de tratamento e prazos máximos estabelecidos para a análise.
- (5) Para processamento das OTAs, os escrituradores adotam processos burocráticos e custosos como a solicitação de firma reconhecida em cartórios e levam tempo excessivo na análise. Resulta que o investidor pode levar vários dias ou até semanas para ter os ativos disponíveis para negociação em mercado secundário, o que representa um importante custo de oportunidade para o investidor e prejudica a eficiência do mercado.
- (6) Há ainda argumentos de que OTAs processadas para instituições do mesmo grupo financeiro teriam tratamento diferenciado em relação a OTAs processadas para outras instituições, o que representa uma violação do princípio de tratamento equitativo entre investidores.
- (7) É desejável a definição de regras referentes ao tratamento das OTAs pelos escrituradores. No entanto, sua verificação é de difícil implementação, inclusive porque escapam ao âmbito da autorregulação.

**Proposta:**

- Desenvolvimento de modelo operacional que utilize sistema automatizado de solicitação, validação de identificação e processamento, compatível com tecnologia atualmente disponível.
- A meta seria que o processo de transferência de titularidade fiduciária de/para a central depositária fosse inteiramente automático e uniforme entre diferentes escrituradores para quaisquer investidores/custodiantes.

### 3. VALORES MOBILIÁRIOS/ATIVOS FINANCEIROS OBJETO DE DEPÓSITO EM FORMATO FÍSICO

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 541/13 (títulos emitidos em forma não escritural)
- Instrução CVM 542/13 (custodiante do emissor)
- Resolução Bacen 4.593/17 (guarda física de títulos não escriturais)

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) O princípio 11 dos Principles for Financial Markets Infrastructures indica que os mercados devem, idealmente, caminhar em direção à desmaterialização completa dos instrumentos financeiros.
- (2) A manutenção de ativos em formato físico requer, em caráter mínimo, a sua imobilização e medidas de segurança física e lógica de elevado custo.

**Proposta:**

- Projeto coordenado entre reguladores para desmaterialização total dos ativos financeiros e valores mobiliários para eliminação dos custos de observância associados à manutenção de ativos em formato físico.

## IX. DIRETOR RESPONSÁVEL

### 1. DIRETOR RESPONSÁVEL PELAS ATIVIDADES DE INTERMEDIÇÃO, CUSTÓDIA E CONTROLES INTERNOS

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 505/11, Art. 4
- Instrução CVM 539/11, Art. 7
- Instrução CVM 542/13, Art. 16
- Resolução Bacen 2554/98, Arts. 6 e 7
- Resolução Bacen 4595/17, Art. 5 e 6

**Discussão do mérito/custo de observância:**

(1) No âmbito de regulamentação da CVM:

- A ICVM 505/11 requer a indicação de um diretor estatutário responsável pela atividade de intermediação e outro responsável pela supervisão e controles internos.
- A ICVM 539/11 requer a indicação de um diretor estatutário responsável pela atividade de *suitability*.
- A ICVM 542/13 requer a indicação de um diretor estatutário responsável pela atividade de custódia e outro responsável pela supervisão e controles internos, podendo este último ser o mesmo indicado para fins da ICVM 505.

(2) No âmbito da regulamentação do Bacen:

- A Resolução Bacen 4595/17 (Compliance) menciona os “responsáveis pela execução das atividades relacionadas à função de conformidade” (Art. 7º) e segrega a função da

auditoria interna (Art. 6º). Desta forma, a resolução mitiga o potencial conflito de interesse, atribui responsabilidades claras, sem que exija a indicação de um diretor estatutário.

- A Resolução Bacen 2554/98 (Controles Internos) determina que a política de conformidade defina, entre outros, “a posição, na estrutura organizacional da instituição, da unidade específica responsável pela função de conformidade” (Art. 5º, IV) e o “livre acesso dos responsáveis por atividades relacionadas à função de conformidade às informações necessárias para o exercício de suas atribuições” (Art. 5º, VII), além dos “canais de comunicação com a diretoria, com o conselho de administração e com o comitê de auditoria ...”. Esta atividade também é segregada da auditoria interna (Art. 6º).

- (3) Enquanto a regulamentação do Bacen determina a indicação de “unidade responsável” ou define a responsabilidade da diretoria, a regulamentação da CVM exige a indicação de diretores estatutários responsáveis por atividades distintas e que, justificadamente, não podem acumular funções que possuam conflito de interesse.
- (4) Não se questiona a validade e o alcance da responsabilidade imputada pela regulamentação do Bacen independentemente de não haver necessidade que os responsáveis pelas atividades sejam, necessariamente, diretores estatutários.
- (5) A indicação de diretor responsável estatutário pode se apresentar particularmente onerosa para instituições filiais de instituições estrangeiras onde, muitas vezes, o diretor estatutário se encontra fora do Brasil e a constituição de diretor estatutário local representa um relevante custo de observância.
- (6) No que se refere ao processo operacional de cadastro de diretor responsável, o registro no Unicad é considerado direto e simples, ao passo que o registro no CVMweb, que deveria apresentar o mesmo grau de simplicidade, na prática requer o processo burocrático de registro na junta comercial de ata de reunião de diretoria com indicação de diretor responsável.

**Proposta:**

- Alteração das normas CVM, em consonância com o já praticado no âmbito da regulamentação do Bacen, permitindo a indicação de diretor ou pessoa responsável sem o requerimento de que seja um diretor estatutário.
- Dispensa de registro na junta comercial de ata de reunião de diretoria para indicação de diretor responsável.

## X. PRODUTOS

### 1. TRATAMENTO COERENTE DOS DIFERENTES TIPOS DE INVESTIDOR E PERFIL DE RISCO DOS PRODUTOS

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Várias

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Dada a diferença temporal de lançamento de diferentes produtos, ao longo do tempo, foram sendo geradas algumas inconsistências dentro do que antes era uma régua, relativamente uniforme de risco, sendo que a níveis mais altos de risco de um determinado produto, correspondia uma restrição maior a seu acesso.
- (2) Neste sentido, produtos com maior grau de informação disponível, eram disponíveis a um grupo mais amplo de investidores, ainda que para um mesmo produto, cada instituição financeira tenha que fazer sua própria análise de perfil de risco de cada cliente para entender quais os produtos mais adequados a cada um deles (suitability).
- (3) Dessa forma, combinam-se dois fatores de restrição, a restrição inerente ao produto, estabelecida nas instruções da CVM e as restrições estabelecidas pela análise de suitability de cada instituição.
- (4) Contudo, hoje, nos deparamos com algumas incoerências como a possibilidade do investidor pessoa física poder participar de uma oferta de *crowdfunding*, relativa a uma startup sem registro na CVM e obrigada a fornecer um conteúdo bastante reduzido de informações tanto na oferta quanto periodicamente, após a oferta. O mesmo investidor pessoa física, não pode, por exemplo, adquirir cotas de um fundo de private equity, que investe em empresas maiores, supervisionadas por um gestor profissional, devidamente credenciado na CVM.
- (5) Esse mesmo investidor não pode tampouco comprar BDRs, que representam ações de grandes empresas estrangeiras, como Google e Apple, submetidas a um regime intenso de divulgação de informações, ainda que em mercado estrangeiro – tratamos em mais detalhes deste tema no item 3 abaixo.

**Proposta**

- Rever os critérios e classificação dos produtos / tipos de oferta para melhor avaliar a que tipo de investidor é mais adequado oferecer cada produto, corrigindo assim distorções que foram se estabelecendo ao longo do tempo.

- Conduzir um esforço para definir uma nova classificação de produtos/ofertas levando-se em conta o grau de maturidade e acesso a informação dos investidores brasileiros, substancialmente maior do que o de alguns anos atrás.
- A partir da nova classificação, definir quais produtos são acessíveis a quais tipos de investidores, buscando flexibilizar o marco atual, onde cabível, o que poderia ser revisto periodicamente pela própria CVM, espontaneamente ou a pedido dos participantes, considerando o dinamismo do mercado.

## 2. CONTA MARGEM

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

### **Norma:**

- Instrução CVM 51/86, Arts. 1, 2, 6 e 14

### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Abrangência dos ativos contemplados: a ICVM 51/86 regulamenta a concessão de financiamento para compra de ações pelas sociedades corretoras e distribuidoras. A restrição do mecanismo apenas à compra de ações limita a atuação do intermediário e não corresponde à realidade atual do mercado

Considerando a diversidade de valores mobiliários negociados, inclusive de renda fixa, não há justificativa para limitar as operações de conta margem somente às ações. Esta definição foi feita em um estágio diferente de desenvolvimento do mercado em que o principal segmento de atuação das corretoras e distribuidoras era, indiscutivelmente, o acionário. Atualmente, as corretoras atuam de forma abrangente e cobrem também os segmentos de renda fixa privada e fundos de investimento, antes explorados principalmente pelos bancos.

Desde que as operações de conta margem sejam revestidas de adequada metodologia de mensuração de risco de mercado (o principal da operação permanece caucionado a favor da corretora), não há mérito em limitar o tipo de ativo elegível.

- (2) Definição dos ativos elegíveis pela Bolsa (IMF): a ICVM 51/86 determina, em seu Art. 2, que “ cada Bolsa de Valores, utilizando como principal parâmetro a liquidez das ações, especificará, através de relações divulgadas periodicamente, quais as que poderão ser objeto das operações e quais as que poderão integrar as garantias”.

Considerando as exigências atuais relativas aos sistemas de riscos e de controles internos para corretoras e distribuidoras, deveria caber aos intermediários definir os ativos elegíveis para este tipo de operação de acordo com seus próprios parâmetros de atuação, assim como os haircuts

aplicáveis em função de sua avaliação de risco. Os *haircuts* aplicados pela entidade administradora de mercado de bolsa para aceitação de garantias podem ser considerados como referência, mas o intermediário deve ter liberdade para atuar em consonância com sua própria avaliação de risco.

A definição de elegibilidade de ações para operações de conta margem reduzem a autonomia do intermediário, interferem na sua metodologia de gestão de risco e no relacionamento com seu cliente, de forma desnecessária e menos eficiente em termos de mitigação de riscos.

- (3) Garantia: de acordo com o Art. 6º da ICVM 51/86, “ em garantia do financiamento, o financiado deverá caucionar à sociedade corretora ou distribuidora as ações adquiridas, cujo valor, acrescido de outras garantias, represente, no mínimo, 140% (cento e quarenta por cento) do valor do financiamento”.

A definição de um percentual fixo (140%) do valor do financiamento como mínimo de garantia a ser constituído não corresponde a um cálculo baseado no risco de variação de preço do ativo objeto da operação. Este percentual fixo pode ser muito ou pouco dependendo de uma série de parâmetros como o ativo objeto, as garantias prestadas e o prazo do financiamento, entre outros. As corretoras e distribuidoras possuem atualmente ferramentas que permitem calcular o risco de forma muito mais precisa.

- (4) Conta corrente especial: de acordo com os Arts. 14 e 15 da ICVM 51/86, a corretora ou distribuidora abrirá uma conta corrente especial em nome de cada financiado, nela registrando todos os efeitos da operação e esta conta deverá ser acompanhada por um Registro Auxiliar de Controle.

O custo de observância de manutenção de uma conta corrente especial apenas para as operações de conta margem não se justifica uma vez que os mesmos controles podem ser feitos na conta corrente normal do investidor. Nenhum outro produto exige manutenção de conta especial como mecanismo de controle.

- (5) Incidência de IOF crédito: De acordo com a ICVM 51/86, as operações de conta margem configuram modalidade de financiamento remunerado, pela cobrança de juros pelo intermediário ao comitente financiado. Resulta a incidência do IOF crédito, o qual incide sobre operações de crédito, assim entendidos os empréstimos sob qualquer modalidade.

Nesse cenário, os encargos da contratação de conta margem, para o comitente, seriam, além dos juros cobrados pelo intermediário:

- IOF Entrada: 0,38% no primeiro dia útil (cf. art. 7º, §15, do Decreto 6.306/07).
- IOF Diário: 0,0082% ao dia para pessoas físicas e 0,0041% ao dia para pessoas jurídicas, limitado a 1,5% (cf. art. 7º, I, do Decreto 6.306/07).

A incidência de IOF crédito sobre as operações de conta margem inviabilizam sua utilização pelos intermediários e comitentes.

**Proposta:**

- Revisão da ICVM 51/86 com o objetivo de sanar as questões identificadas, desenvolvendo um mecanismo que efetivamente atenda às necessidades do mercado.
- Discussão com a RFB com a finalidade de isentar as operações de conta margem da cobrança de IOF crédito.

### 3. BRAZILIAN DEPOSITORY RECEIPTS

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 332/00

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) **Acesso para investidores de varejo:** A norma atual permite que apenas investidores qualificados invistam em BDRs não patrocinados. O objetivo de tal restrição era proteger o investidor de varejo de potenciais riscos associados ao investimento no exterior, sobretudo durante o processo de maturação do produto no mercado brasileiro. A própria CVM manifestou a intenção de “permitir o investimento no exterior de maneira gradual”<sup>17</sup>, criando a expectativa de que o público alvo de produtos com lastro no exterior estaria em permanente avaliação.
- (2) O investidor de varejo possui, atualmente, mecanismos de realizar investimentos no exterior, inclusive em ações de empresas estrangeiras no mercado internacional que o BDR representa no mercado local.
- (3) Em particular, a ICVM 555/14 fornece um arcabouço claro e abrangente para a realização deste tipo de investimento, apontando para a necessidade de flexibilização do público alvo acessível a esses investimentos. Isso porque tal Instrução admite, nos termos de seu art. 115, o investimento em fundos cuja carteira é composta por BDR Nível 1 Não Patrocinados (Fundo de Investimento em Ações – BDR Nível I) por investidores em geral, justamente. A opção regulatória se baseia no fato de que tal fundo conta com características peculiares que o destacam no contexto de investimentos no exterior, e por ser gerido por gestor profissional, o que também estão presentes nos ETFs internacionais.

---

<sup>17</sup> Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 04/2014, p. 60, disponível em <http://www.cvm.gov.br>

- (4) Ademais, desde 2016, investidores não qualificados podem negociar ETFs internacionais listados na B3, ainda que mediante processo de análise caso a caso que se propõe mudar (ver item a seguir). A qualificação diferenciada de investidores elegíveis para estes dois tipos de produtos, de natureza semelhante, não é considerada meritória uma vez que tais investidores já estariam autorizados a investir em produto cuja essência econômica é a mesma dos referidos BDRs.
- (5) **BDR de ETF (e de outros valores mobiliários):** a norma atual não permite a listagem de BDRs de outros valores mobiliários para além de ações, o que seria desejável para ampliar a oferta de produtos de ativos internacionais para o investidor de varejo. Em particular, considera-se que o BDR de ETF é um produto com forte apelo para o investidor de varejo, uma vez que possibilita seu investimento pulverizado em uma cesta de ativos internacionais, diluindo o risco de exposição a um ou poucos ativos. Neste sentido, caso o produto seja autorizado, seria igualmente importante que houvesse previsão normativa (ICVM 400/03) para a realização de oferta pública de BDR de ETF, dado que, atualmente, somente há previsão para BDRs Patrocinados.
- (6) **“Anuência” do custodiante de ADR para emissão de BDR de ADR<sup>18</sup>:** A emissão de BDR de ADRs emitidos no exterior é permitida pela regulamentação atual. No entanto, embora não haja requerimento específico na ICVM 332/00, a CVM exige que, caso a instituição que atua como custodiante do programa de ADR no exterior seja diferente da instituição que atua como depositário do programa de BDR do ADR, o depositário no Brasil deve obter um “de acordo” do custodiante dos ADRs no exterior para que a emissão do BDR do ADR seja autorizada.

Como se trata de emissão de BDRs Não Patrocinados, a exigência do “de acordo” do custodiante no exterior não possui base normativa correspondente, uma vez que aos emissores de BDRs Não Patrocinados não é exigido nenhuma ciência ou “de acordo” sobre a emissão. Os riscos envolvidos na operação de emissão de BDR Não Patrocinados são equivalentes no caso de o lastro ser composto por ações ou por ADRs de ações.

O custodiante no exterior não concorda em dar o “de acordo” solicitado pelo depositário no Brasil em função do BDR ser não patrocinado e de não haver base legal ou regulamentar amparando tal requerimento.

- (7) **Benchmark internacional:** no mercado mexicano, a negociação de ações e ETFs internacionais no Mercado Global começou em 2003 de forma semelhante ao modelo atual brasileiro, limitada apenas a investidores qualificados. Em 2014, a listagem e a negociação de ambos os produtos foi liberada para qualquer tipo de investidor, mediante o atendimento de critérios pré-definidos, sem a necessidade de análise caso a caso.

**Proposta:**

---

<sup>18</sup> Conforme Ofício/CVM/SRE/GER-2/nº306/2014, de 17.12.2014.

- Alteração da ICVM 332/00 para permitir a negociação de BDRs não patrocinados por investidores em geral (eliminação do item d) do Art. 3º) e a listagem de BDRs de ETFs, mediante o cumprimento de requisitos padronizados, sem a adoção de procedimento de análise caso a caso.
- Eliminação da exigência da CVM para o “de acordo” do custodiante do ADR para o lançamento dos BDRs de ADRs.

#### 4. EXCHANGE TRADED FUNDS (ETFs) INTERNACIONAIS

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

##### **Norma:**

- Instrução CVM 359/02 (ETF)
- Memorando nº 27/2016-CVM/SIN

##### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) **Análise discricionária de atendimento à ICVM 359/02:** De acordo com o memorando mencionado, a CVM determina que “seria oportuno e conveniente avaliar, caso a caso, mas agora com a possibilidade de oferta ao público em geral, a possibilidade de conceder dispensa de requisitos da Instrução CVM 359/02, para fins de constituição, registro, emissão, distribuição e negociação de cotas de fundos de índice de mercado no Brasil”.

A necessidade de avaliação **caso a caso** para dispensa dos requisitos da ICVM 359, permitindo a listagem de ETFs internacionais em mercado secundário e a sua negociação por investidores de varejo, gera um custo de observância não justificável uma vez que a manifestação da CVM considerou meritória a oferta deste tipo de produto a investidores em geral.

Tal discricionariedade gera incerteza jurídica quanto às regras de elegibilidade de produtos para negociação em mercado secundário, quando o desejável seria que se desse um tratamento equânime a todos os produtos de mesma natureza, inclusive no que diz respeito ao acesso dos investidores.

- (2) **ETF de índices de derivativos, inversos e alavancados:** A norma não permite atualmente a listagem e negociação de ETFs de índices de derivativos, inversos e alavancados. No mercado internacional, a oferta deste tipo de produto é usual e amplia o leque de alternativas de investimento disponíveis ao investidor. Inclusive, considerando o disposto na ICVM 555/14, o investidor brasileiro já teria acesso a investir em produtos com estas características.
- (3) **ETF de Fundos de Investimento Imobiliário (FII):** A norma não permite atualmente a listagem e negociação de ETFs de FII, sem que esta restrição tenha justificativa em termos de risco. Com o

objetivo de ampliar a oferta e a diversificação de ETFs, esta modalidade deveria se considerada pela norma.

**Proposta:**

- Alteração da ICVM 359/02 para:
  - i) definir critérios objetivos e padronizados para a listagem e negociação de ETFs internacionais em mercado de bolsa e eliminando a necessidade de análise discricionária, caso a caso; e
  - ii) permitir a listagem de ETFs de índices de derivativos, inversos e alavancados e de ETFs de FII e negociação por investidores em geral, mediante o cumprimento de requisitos padronizados, sem a adoção de procedimento de análise caso a caso.

## 5. EMPRÉSTIMO

### A. TRATAMENTO TRIBUTÁRIO PARA PAGAMENTOS AO DOADOR RELACIONADOS AO PAGAMENTO DE EVENTO CORPORATIVO

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 441/06, Art. 8º
- Ausência de norma específica

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Em operações de empréstimo, o doador preserva seus direitos sobre os eventos corporativos incidentes sobre os ativos doados.
- (2) Quando se trata de pagamentos de eventos em dinheiro, o efetivo pagamento é realizado com base na conta onde os ativos estão depositados, mas o doador recebe o valor correspondente, conforme determina a regra atual.
- (3) Existe, no entanto, incerteza jurídica sobre a natureza deste montante recebido pelo doador, inclusive para fins de tratamento tributário. Para algumas interpretações, deve ser tratado como dividendo ou juros e para outras como rendimento, uma vez que não se trata do evento propriamente pago. O tratamento tributário nas respectivas situações é distinto, o que acarreta um risco para o investidor doador.
- (4) Este tem sido apontado como um elemento que inibe a ampliação da oferta de ativos para doação.

**Proposta:**

- Caracterização específica na ICVM 441/06 da natureza dos valores pagos ao doador para fins de tratamento tributário.

**B. AUTORIZAÇÃO PARA OPERAÇÕES DE EMPRÉSTIMO**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 441/06, Art. 8º
- Instrução CVM 506 - Anexo I

**Discussão do mérito/custo de observância:**

(1) A ICVM 506/11 determina as autorizações que devem constar do cadastro do cliente.

(2) A ICVM 441/06, Art. 8º, exige termo de autorização específica para operações de empréstimo.

**Proposta:**

- Incorporar a autorização para operações de empréstimo nas informações constantes do Anexo I da ICVM 506/11 - Conteúdo Mínimo do Cadastro de Clientes, sem a necessidade de outro documento.
- Alternativamente, a CVM poderia publicar Ofício Circular de Orientação esclarecendo que a exigência do termo de autorização da ICVM 441/06 pode ser atendida pelo cumprimento da ICVM 506/11.

## XI. RELATÓRIOS

### 1. RELATÓRIOS RELATIVOS À ATIVIDADE DE CUSTÓDIA

#### A. *INFORMES PERIÓDICOS PARA CVM, BACEN E RFB REFERENTES ÀS ATIVIDADES DE INVESTIDORES NÃO RESIDENTES*

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 560/15, Capítulo II – Informações Periódicas, Art. 14
- Bacen: Informe Mensal - ARDE521

- RFB: Informe Semestral (E-Financeira Receita Federal)

***Discussão do mérito/custo de observância:***

- (1) A ICVM 560/15 estabelece o envio de informes mensais e semestrais para a CVM referentes às movimentações e aplicações consolidadas de recursos dos Investidores Não Residentes (INR), participantes de conta coletiva e dos titulares de contas próprias. A composição de dois informes diferentes gera um custo de observância desnecessário para o representante legal do INR. As informações dos dois informes poderiam ser condensadas, mantido apenas o informe mensal.
- (2) Existe também redundância entre o Informe Mensal enviado para a CVM (ICVM 560/11) e o Informe Mensal enviado ao Bacen (ARDE521), uma vez que ambos possuem detalhamento dos ativos financeiros aplicados e valor de mercado na data base do fechamento do mês.
  - Informe Mensal para CVM – Instrução 560 (Arquivo XML): Informação de PL, Detalhes dos Ativos da Carteira, Depositary Receipts, movimentação (entrada e saída) e transferências no mês.
  - Informe Mensal para BACEN - ARDE521 (Arquivo TXT): Detalhes dos Ativos do Patrimônio Líquido de Investidor Estrangeiro Informado por Custodiante.
- (3) Com relação ao Informe Semestral enviado à RFB, existe redundância parcial de conteúdo com o Informe Semestral enviado para CVM:
  - Informe para CVM (Arquivo XML) – Informação consolidada de PL, Depositary Receipts, Informações detalhadas dos Ativos da Carteira, movimentação (entrada e saída de recursos) e transferências no mês.
  - Informe Semestral (E-Financeira Receita Federal – Web Service XML) – Informações referentes à cadastro, abertura, fechamento e operações financeiras. Informações de movimentações e consolidado da posição no fechamento do período comum. O nível do detalhamento de contas dos informes mensais do BACEN e CVM e no informe semestral da CVM é maior que no informe semestral E-Financeira, em relação ao tipo de ativo investido. Na E-Financeira, há um agrupamento em subcontas.
  - Em relação a informações cadastrais e de beneficiários, apenas a E-financeira possui este nível de detalhe.
- (4) A falta de convergência e harmonização de informação a ser enviada para diferentes reguladores, inclusive por meio de sistema e em formatos distintos, representa um custo de observância que poderia ser suprimido por meio da geração de um consolidado de informações em formato acordado entre as partes, onde cada um pudesse utilizar as informações que lhe conviesse sem a necessidade de produção da mesma informação repetidas vezes.

***Proposta:***

- Consolidação de informações e formato para geração de único arquivo referente ao patrimônio líquido do INR que pudesse ser utilizado pelos diferentes reguladores.

## B. RELATÓRIO DE AUDITORIA

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

### **Norma:**

- Instrução CVM 542/13, Art. 17, II
- Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas dos Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais, Art. 6º

### **Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Em relação às instituições custodiantes, a ICVM 542/13, art. 17, inciso II, exige envio de relatório anual emitido por auditor independente registrado na CVM, referente ao ano anterior, contendo a descrição, o projeto e a efetividade operacional dos controles da instituição custodiante (Tipo 2), até o último dia do mês de abril, nos termos da NBC TO 3402 aprovada pelo Conselho Federal de Contabilidade.
- (2) O Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas dos Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais, em seu Art. 6º, também exige das instituições custodiantes envio de relatório de auditor independente anual à Anbima na mesma data do envio feito à CVM de forma a atestar cumprimento com os requerimentos do código, os quais estão alinhados com as disposições da ICVM 542/13.
- (3) Atualmente, as empresas de auditoria independente que prestam serviço de elaboração de tais relatórios são remuneradas por cada relatório (CVM e Anbima), implicando duplicidade de custos de forma injustificada, uma vez que o relatório da Anbima tem escopo menor que já é coberto pelo relatório mais completo enviado à CVM.

### **Proposta:**

- Convênio CVM – Anbima: compartilhamento do relatório recebido pela CVM das instituições custodiantes com a Anbima.
- Caso haja requerimentos específicos do Código Anbima, cumprimento por relatório de auditoria interna da instituição custodiante (evitando a necessidade de incorrer em custos com a contratação de empresa externa).

## 2. RELATÓRIOS RELATIVOS ÀS ATIVIDADES DE CONTROLES INTERNOS - MERCADOS ORGANIZADOS E INFRAESTRUTURAS DE MERCADO (que atuam também como custodiante)

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 461/07, Arts. 31, §2º, inciso I, 63, §1º, e 75, §2º
- Instrução CVM 541/13, Art. 22
- Instrução CVM 542/13, Art. 17

**Discussão do mérito/custo de observância:**

No âmbito de regulamentação da CVM:

- A ICVM 461/07 (mercados organizados) os artigos abaixo determinam a elaboração de Relatório Anual de Auditoria Externa, contendo informações:
  - Art. 31, §2º, inciso I - sobre o funcionamento dos controles internos;
  - Art. 63, §1º - sobre os sistemas e continuidade e
  - Art. 75, §2º - sobre sistemas de controles de risco.
- A ICVM 541/13 (central depositária) requer:
  - Art. 22 – I) elaboração pelo diretor estatutário de Relatório anual sobre a conclusão dos relatórios de auditoria interna;
  - Art. 22 – II) elaboração de Relatório de Auditoria Externa anual sobre controles internos.
- A ICVM 542/13 (custodiante – Banco BM&FBOVESPA) requer:
  - Art. 17 – I) elaboração pelo diretor estatutário de Relatório Anual sobre a conclusão dos relatórios de auditoria interna;
  - Art. 17 – II) elaboração de Relatório Anual de Auditoria Externa sobre os controles internos.
- Existe um conjunto muito amplo de relatórios que são aplicáveis às entidades administradoras de mercados organizados (ICVM 461/07) e que tratam essencialmente de temas muito correlatos como a estrutura de controles internos e o marco integral de riscos. Tais conteúdos deveriam poder constar de um único Relatório, elaborado anualmente por auditor externo independente.
- Paralelamente, como a B3 é também uma infraestrutura de mercado, a regulamentação referente às atividades de central depositária (ICVM 541/13) determina a elaboração de relatório adicional de controles internos referente a esta atividade.
- Com relação às atividades do Banco BM&FBOVESPA como custodiante (ICVM 542/13), a norma exige a elaboração de outro relatório atinente a estas atividades específicas.
- Em síntese, a B3 arca com os custos de elaboração de 3 (três) relatórios de auditoria externa, previstos nas instruções 461, 541 e 542 que poderiam ser condensados em um único relatório que agregasse os conteúdos mencionados, sem que houvesse qualquer prejuízo às atividades de controles internos ou gerenciamento integral de riscos. Ao contrário, o arcabouço da B3 para controles internos e gerenciamento integral de riscos é único e uma visão consolidada somente

tornaria mais fácil e ágil a análise por parte do regulador. Trata-se de um elevado custo de observância imposto à B3 que não se justifica pelo mérito da atividade.

**Proposta:**

- Publicação de Ofício Circular de Orientação pela CVM indicando que os relatórios na ICVM 461, ICVM 541 e ICVM 542 pudessem ser elaborados de forma otimizada, desde que cubra de forma segmentada os aspectos requeridos pelas normas.

### 3. RELATÓRIOS RELATIVOS ÀS ATIVIDADES DE CONTROLES INTERNOS - CORRETORAS E CUSTODIANTES

#### A. RELATÓRIOS SEMESTRAIS – ICVM 505 E ICVM 539

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 505/11, Art. 4º, II § 5º
- Instrução CVM 539/13, Art. 7º, III, § 2º

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) A ICVM 505 (Art. 4º) e a ICVM 539 (Art. 7º) prevêm relatórios semestrais internos sobre conteúdos não redundantes, mas complementares.
- (2) A produção de dois relatórios independentes implica em custo de observância não justificado.
- (3) Entende-se que não há restrição a que o Diretor responsável pela assinatura de ambos os relatórios seja o mesmo Diretor, responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos e pelo cumprimento das normas estabelecidas na norma.

**Proposta:**

- Publicação de Ofício Circular de Orientação pela CVM indicando que as informações requeridas nos relatórios previstos na ICVM 505 (Art. 4) e ICVM 539 (Art. 7) possam ser disponibilizadas de forma otimizada, eventualmente em um mesmo relatório.

#### B. RELATÓRIO ANUAL – ICVM 505, ICVM 542 E RESOLUÇÃO BACEN 2554

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Normas:**

- Instrução CVM 505/11, Art. 4º, II § 5º
- Instrução CVM 542/13, Art. 17º, I
- Resolução Bacen 2554/98, Art. 3º

**Discussão do mérito/custo de observância:**

(1) A Resolução 2554/98, Art. 3º, determina que o acompanhamento sistemático das atividades relacionadas com o sistema de controles internos das instituições financeiras ou equiparadas deve ser objeto de relatório anual interno contendo:

I - as conclusões dos exames efetuados;

II - as recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronograma de saneamento das mesmas, quando for o caso;

III - a manifestação dos responsáveis pelas correspondentes áreas a respeito das deficiências encontradas em verificações anteriores e das medidas efetivamente adotadas para saná-las

(2) Em conglomerados financeiros, este relatório interno incorpora informações de outras entidades do grupo como as corretoras.

(3) O conteúdo do relatório anual interno previsto na Resolução 2554/98 abarcaria o conteúdo do relatório previsto na ICVM 505/11 e na ICVM 542, implicando em um custo de observância sem mérito uma vez a informação produzida é abrangente e as empresas contratadas cobram individualmente cada relatório produzido.

**Proposta:**

- Publicação de Ofício Circular pela CVM, facultando, em caso de conglomerados financeiros, a possibilidade de otimização da elaboração do relatório para cumprimento da Resolução 2554/98 e da ICVM 505/11.

**4. RELATÓRIOS FORNECIDOS PELOS MERCADOS ORGANIZADOS E INFRAESTRUTURAS DE MERCADO À CVM E OUTROS ÓRGÃOS REGULADORES**

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Em várias normas aplicáveis às entidades administradoras de mercado organizado (ICVM 461/07), central depositária (ICVM 541/13), sistemas de registro (ICVM 461/07 e 544/13), sistema de compensação e liquidação (Resolução Bacen 3057/01 e outras).
- Solicitações por ofícios, cartas, e-mails e em reuniões para diferentes áreas da B3.

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) A B3, na qualidade de entidade administradora de mercado organizado e infraestrutura de mercado, produz e fornece um elevado número de relatórios a diversos órgãos reguladores, referentes aos seus serviços e produtos.
- (2) Estes relatórios nem sempre possuem sua origem em dispositivos normativos, mas, muitas vezes, em solicitações específicas encaminhadas ao longo do tempo por tais órgãos e seus diferentes departamentos.
- (3) Por considerar que existem oportunidades de racionalização e melhoria do processo de fornecimento de informações, a B3 realizou um inventário dos relatórios produzidos (encaminhado em conjunto com o formulário CVM para a fase 1 do Projeto Custo de Observância)

**Proposta:**

- Desenvolvimento de repositório único e centralizado de informações, com segurança adequada e que possam ser compartilhados pelos órgãos reguladores.

## XII. AGENTE AUTÔNOMO DE INVESTIMENTO

### 1. CREDENCIAMENTO

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 497/12
- B3
- Ancord

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) O Agente Autônomo de Investimento (AAI) deve ser cadastrado e vinculado a uma corretora em múltiplos ambientes – na Ancord/CVM, na B3 e na própria corretora. Trata-se de um cadastro feito e mantido manualmente.
- (2) Paralelamente, um gerente de banco, cuja relação de vínculo também é exclusiva possui um cadastramento único e menos oneroso.

**Proposta:**

- Desenvolvimento de modelo único de habilitação de AAI com vínculo à corretora que pudesse ser exportado para outros ambientes ou compartilhado sem a necessidade de cadastramento em vários ambientes.

## 2. CERTIFICAÇÃO

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 497/11, Capítulo VI – Entidades Credenciadoras, Art. 18 a 22.

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) Além da certificação da Ancord, é exigido que os AAIs tenham CPA20 para distribuir certa categoria de produtos, o que torna o processo de certificação muitas vezes duplo. Vale ressaltar que os gerentes de banco que possuem apenas o CPA20 têm autorização para distribuir a mais ampla gama de produtos.
- (2) Deveria haver uma certificação única no âmbito do mercado de capitais (B3, Ancord e Anbima) que facultasse ao AAI distribuir quaisquer ativos ofertados pela corretora, a exemplo de como funciona para o sistema de distribuição de produtos na rede bancária do sistema financeiro nacional. Atualmente, existe um descompasso indesejável e injustificado entre os agentes de distribuição do mercado financeiro e do mercado de capitais.

**Proposta:**

- Desenvolver modelo de certificação com tratamento equitativo entre a distribuição de produtos o âmbito dos bancos e das corretoras e distribuidoras, tratando também as certificações CPA10 e 20.

## 3. OFERTA DE PRODUTOS

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 497/11, Art. 1º.

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) De acordo com a ICVM 497/11, Art. 1º, o AAI somente pode distribuir valores mobiliários ofertados pela corretora com a qual mantém vínculo.
- (2) Mediante autorizações específicas, os AAIs podem oferecer também LCI, LCA, CDB e títulos públicos.
- (3) A limitação atual não condiz com a realidade do relacionamento entre o AAI e o cliente. Se o cliente quiser, por exemplo, adquirir um produto de previdência que a corretora oferece e que, no ambiente bancário, é oferecido para os clientes de forma bastante corriqueira, o AAI não pode oferecer. Para contornar tal limitação, o AAI tipicamente abre uma outra empresa, de representação comercial, por exemplo, e por meio desta empresa aplica em produtos de previdência da corretora.
- (4) Obviamente que o expediente empregado representa um custo muito alto e sem mérito. Para proporcionar um atendimento mais completo ao cliente são replicadas rotinas operacionais na corretora que passa a ter que se relacionar com uma empresa terceira sem necessidade.

**Proposta:**

- Alteração da ICVM 497/11 para contemplar a possibilidade do AAI distribuir todos os produtos oferecidos pela corretora com a qual mantém vínculo, independentemente de ser valor mobiliário e sem a necessidade de aprovação produto a produto.

#### 4. QUADRO SOCIETÁRIO

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Instrução CVM 497/11, Art. 8º, § 2º

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) De acordo com o Art. 8º, da ICVM 497/2011, na parte relativa ao credenciamento de AAI que adotem a forma de pessoas jurídicas, consta que “a pessoa jurídica deve ter como sócias unicamente pessoas naturais que sejam agentes autônomos (...)”.
- (2) Das entidades análogas reguladas pela CVM (analista, consultor, gestor e AAI), o AAI é a única sujeita à exigência de ter seu quadro societário composto apenas por indivíduos credenciados como AAI.

- (3) A restrição à participação societária apenas a indivíduos credenciados como AAI não é essencial para assegurar o alinhamento de interesses entre os sócios e tem como efeito a imposição de uma limitação artificial ao desenvolvimento da atividade nos moldes de uma empresa privada orientada à valorização do seu capital.
- (4) Ao invés de empresas focadas no repasse de ordens de renda variável, hoje os AAI trabalham na distribuição de diferentes classes de produtos e buscam crescente profissionalização e *expertise* de forma a melhor atender seus clientes. Os clientes, por sua vez, tornaram-se mais exigentes, demandando informações mais completas que lhes permitam melhor comparar as opções de investimento que lhes são apresentadas. Como resultado, o potencial de crescimento das empresas de AAI tem atraído empreendedores.
- (5) O crescimento sustentável de qualquer empresa depende do seu potencial de expansão ser realizado, por meio da efetivação de novos investimentos e/ou da aquisição de mais recursos. O comprometimento do sócio empreendedor com a rentabilização do negócio pode contribuir para ampliar a escala do negócio dentro de um ambiente com maior segurança e eficiência; além de aumentar o investimento em infraestrutura, controles e educação e promover crescente profissionalização da Empresa AAI.
- (6) No que se refere ao potencial conflito de interesse, este já é mitigado pela própria estrutura do AAI: natureza exclusiva do objeto social da Empresa AAI; relação de vínculo desta, também mantido em bases exclusivas, com instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários; e responsabilidades de fiscalização e de manutenção de controles por parte das sociedades corretoras às quais eles se encontram vinculados.
- (7) No cenário internacional, existem grandes empresas orientadas à distribuição de valores mobiliários que possuem sócios que não possuem, necessariamente, habilitação profissional nesta área de atuação.

**Proposta:**

- Alteração da ICVM 497/11 para contemplar a possibilidade das empresas de AAI poderem ter sócios que não estejam habilitados como tal, preservada a exigência de que somente AAI's habilitados podem atuar na distribuição de valores mobiliários e outros produtos.

**5. TAXA DE FISCALIZAÇÃO DA CVM APLICÁVEL A AGENTES AUTÔNOMOS DE INVESTIMENTO CVM**

(aplicável também a administradores de carteira e consultores de investimento)

|     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| MOR | IMF | COR | CST | INR | ESC | CMP | OFR |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

**Norma:**

- Tabela de Valores da Taxa de Fiscalização (atualizadas pela Portaria 493/08) e publicado no Diário Oficial da União de 16/11/2017

**Discussão do mérito/custo de observância:**

- (1) De acordo com a Tabela indicada, o AAI paga a taxa trimestral de fiscalização à CVM de R\$ 634,63 como pessoa física e de R\$ 1.269,25 como pessoa jurídica, o que representa um custo anual individual de cerca de R\$ 7.600,00.
- (2) Tal taxa é substancialmente maior que qualquer conselho profissional (CRM, OAB, CORECON etc) e é um fator explicativo importante da alta taxa de mortalidade de empresas de AAI no início de suas atividades.
- (3) A taxa de fiscalização da CVM afeta cerca de 4.000 pessoas físicas, profissionais agentes autônomos e não possui paralelo com nenhuma outra categoria profissional autônoma no país. Trata-se de um custo de observância injustificadamente alto e que, em última instância, compromete a capilaridade do sistema de distribuição e o desenvolvimento do mercado de capitais.

**Proposta:**

- Adoção de modelo de cobrança de taxa de profissionais AAI semelhante a outros conselhos profissionais de autônomos (CRM, OAB, CORECON etc).