

Rio de Janeiro, 8 de março de 2021.

**CHEDIAK
LOPES DA COSTA
CRISTOFARO
SIMÕES**

CHEDIAK ADVOGADOS

Rua Visconde de Pirajá 351
Edf. Fórum de Ipanema
13º andar – Ipanema – Rio de Janeiro – RJ
22410-003 – Brasil
T 55 21 3543.6100 / 3073.7600

Rua Gomes de Carvalho 1510
19º andar – Vila Olímpia – São Paulo – SP
04547-005 – Brasil
T 55 11 4097.2001

clcmra.com.br

À

Comissão de Valores Mobiliários

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger

E-mail: audpublicaSDM0920@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 09/20

I. Introdução

O escritório **Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados** (“Chediak Advogados”), em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM nº 09/20, de 7 de dezembro de 2020 (“Edital”), submete a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Autarquia”) seus comentários à minuta de resolução que propõe modificar a Instrução da CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (“Minuta” e “ICVM 480”, respectivamente) e, em decorrência, a Instrução da CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009 (“ICVM 481”).

Conforme consta no Edital, a reforma ora proposta pela CVM busca aperfeiçoar, em especial, o regramento aplicável ao Formulário de Referência. A Minuta também abarca modificações no que tange à divulgação de transações com partes relacionadas, bem como relativas à inclusão de informações que reflitam os aspectos ambientais, sociais e de governança (“ASG”), dentre outras.

O Chediak Advogados reconhece a relevância dos aperfeiçoamentos propostos, de modo geral, e congratula esta D. CVM por sua iniciativa de modernizar a regulação do mercado de capitais e, principalmente, de reduzir o custo de observância regulatória para os emissores de valores mobiliários. Não obstante, entendemos conveniente apresentar manifestação em nome próprio ressaltando 2 (dois) aspectos que, a nosso ver, merecem ser discutidos e aprimorados na Minuta. São eles:

- (a) a obrigatoriedade de divulgação de novas informações relacionadas a ASG e a adoção do “pratique-ou-explique” para determinadas matérias; e
- (b) o cancelamento do registro de emissor de valores mobiliários de ofício quando esse não houver submetido pedido de registro de oferta pública no montante mínimo de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) dentro de 12 (doze) meses contados da obtenção do registro de emissor.

II. Contexto Necessário: A Lei de Liberdade Econômica

De forma geral, pode-se dizer que o fio condutor de diversas das alterações propostas na Minuta é a redução do custo de observância regulatória pelos emissores de valores mobiliários. Nesse sentido, a Minuta propõe a reestruturação e até mesmo a total supressão de vários dos campos do Formulário de Referência.

Essa ampla reforma está em consonância com a Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 (“Lei de Liberdade Econômica”), que visa à proteção da livre iniciativa e ao livre exercício das atividades econômicas¹⁻²:

“O objetivo desta Medida Provisória diferencia-se das tentativas do passado por inverter o instrumento de ação, ao empoderar o Particular e expandir sua proteção contra a intervenção estatal, ao invés de simplesmente almejar a redução de

¹ “Art. 1º Fica instituída a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do inciso IV do caput do art. 1º, do parágrafo único do art. 170 e do caput do art. 174 da Constituição Federal. § 1º O disposto nesta Lei será observado na aplicação e na interpretação do direito civil, empresarial, econômico, urbanístico e do trabalho nas relações jurídicas que se encontrem no seu âmbito de aplicação e na ordenação pública, inclusive sobre exercício das profissões, comércio, juntas comerciais, registros públicos, trânsito, transporte e proteção ao meio ambiente”.

² “Nos tempos em que vivemos, os excessos e desordem da regulação econômica e intervenção estatal nas atividades empresariais e econômicas são cada vez mais evidentes e manifestados em todas as esferas e setores econômicos, alcançando diversos tipos de empreendedores e, por consequência, o cidadão comum. São regulações que muitas vezes não fazem sentido e são puro reflexo da burocracia estatal de que sofre nosso País. A partir desses problemas, ocasionados pelos excessos de regulação estatal na economia, um grupo de pesquisadores manifestou a necessidade de propor uma ‘Lei Nacional da Liberdade Econômica’ para tentar resgatar a liberdade econômica dos particulares como regra de economia privada. Essa liberdade econômica ocorreria através da intervenção mínima do Estado e de forma proporcional (acontecendo se e na medida do necessário), sendo baseada em evidências”. DINIZ, Thales Janguê Silva; FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. A Lei da Liberdade Econômica e suas implicações nas sociedades anônimas de capital aberto. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 90/2020, pp. 43-59. Notas do original não transcritas.

processos que, de tão complexos, somente o mapeamento seria desgastante e indigno, considerando que os mais vulneráveis aguardam por uma solução”³.

Tal Lei representa um avanço institucional relevante e constitui marco inédito na positivação de princípios liberais, como a livre iniciativa, a livre concorrência, o empreendedorismo e a coibição ao abuso do poder regulatório.

Em consonância com os princípios norteadores da Lei de Liberdade Econômica⁴, a regulação não deve tolher em demasia a autonomia do particular que atua no mercado de capitais, ambiente esse de relevância ímpar para o desenvolvimento econômico, ao facilitar a canalização de recursos aos empreendedores que melhor os empregam no fornecimento de bens e serviços à sociedade⁵.

Evidentemente, os princípios da Lei de Liberdade Econômica não podem ser afastados da atividade regulatória da CVM, devendo ser considerados em todas as propostas de alterações normativas, de forma a manter a consistência em nosso arcabouço jurídico.

III. As Obrigações Relacionadas a ASG

³ Exposição de motivos da Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019, convertida na Lei de Liberdade Econômica.

⁴ “Art. 2º São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: I - a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas; II - a boa-fé do particular perante o poder público; III - a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas; e IV - o reconhecimento da vulnerabilidade do particular perante o Estado”.

⁵ “O mercado de capitais é aquele em que os investidores, poupadores, alocam o seu excedente de recursos diretamente no tomador, na forma de investimento, para o desenvolvimento de uma determinada atividade, promovendo a formação do capital, ligando poupança e investimento, com o intuito de aumentar a eficácia da aplicação econômica dos recursos disponíveis. [...] Na medida em que o mercado de capitais possibilita a canalização de recursos para os tomadores ou entes – no jargão econômico, deficitários, por meio da captação direta da poupança – funciona como ferramenta de promoção do desenvolvimento econômico, que depende da expansão da capacidade produtiva (vultosos investimentos). O crescimento econômico está associado a elementos incentivadores de poupança e sua alocação eficiente em investimentos. O mercado de capitais, ao aproximar diretamente poupadores e tomadores de recursos, incentiva o aumento da produtividade, gerando, portanto, desenvolvimento econômico. O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o objetivo de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de companhias e viabilizar seu processo de capitalização”. PITTA, André Grunspun; PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Sistema Financeiro Nacional. In: Direito do Mercado de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017, pp. 35-36. Notas do original não transcritas. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>.

Especificamente no que se refere a ASG, a Minuta vai na contramão de seu fio condutor: ao invés de reduzir custos de observância, enxugando as informações de divulgação obrigatória ao seu mínimo necessário, visa expandi-las, ampliando campos já existentes e até mesmo inserindo novos.

Exemplo do primeiro caso é o item 4.1(j) (fatores de risco socioambientais, na numeração hoje adotada), desmembrado em três na Minuta: fatores de risco sociais, ambientais e climáticos. O mesmo se deu no atual item 7.8 (atividades do emissor em relação a políticas socioambientais), expandido para informações de ASG de modo geral e no qual foram acrescentadas a exigência de posicionamento do emissor sobre a adoção de matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho de ASG, a consideração dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU em eventual relatório e a adoção da estratégia do “pratique-ou-explique”. O item 13.1(c) vigente (remuneração dos administradores) passou a se referir expressamente a indicadores de desempenho ligados a ASG. Por fim, acrescentou-se nos atuais campos 14.1(a) e (b) (recursos humanos) questões relativas à diversidade do corpo de empregados e terceirizados.

Exemplos do segundo caso, por sua vez, são os novos itens 7.1(e) e 7.2(c), voltados, respectivamente, à diversidade dos membros dos órgãos de administração e aos canais para recebimento, pelo conselho de administração, de questões relacionadas a ASG.

A justificativa apresentada pela Minuta para tais alterações, que parecem contrariar a eficiência regulatória, seria o crescente interesse de investidores por informações relacionadas a ASG. Segundo a CVM, o Formulário de Referência teria sido estruturado na Minuta com o objetivo de padronização e, ao mesmo tempo, permitiria a flexibilidade necessária para que os emissores reportassem o que é relevante no seu contexto.

Ocorre que, no conceito, as propostas da CVM quanto à divulgação obrigatória de ASG ignoram a Lei de Liberdade Econômica, contrariando a noção de desenvolvimento do mercado por meio da mínima intervenção estatal⁶. Na matéria, fogem do escopo da

⁶ “A garantia de mínima intervenção estatal nas atividades empresariais dos particulares é também um novo estímulo para a formação de empreendimentos que são constituídos via sociedade anônima. Essa disposição,

Autarquia, que não tem a promoção de valores ambientais, sociais e de governança no seu rol de competências trazido pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976⁷.

Não pretendemos aqui adentrar no debate quanto à importância de ASG no atual cenário socioeconômico, nem ao menos discutir sua influência sobre as escolhas de quem investe recursos no mercado de capitais. O que se pretende questionar é se tais mudanças trarão benefícios que compensarão seus – evidentes – custos. Tal análise é, ao nosso ver, essencial a toda proposta de regulamentação⁸, especialmente quando essa representa novas obrigações impostas aos regulados.

Afinal, a própria CVM reconhece que a divulgação de informações representa um custo a ser suportados pelos emissores, custo esse que não se limita ao envio periódico do Formulário de Referência. Além do gasto com pessoal e assessoria técnica para a permanente atualização do documento, novos campos afetam também as ofertas de valores mobiliários, representando maior dispêndio de recursos tanto para o emissor (na elaboração do Formulário de Referência) quanto para o intermediário-líder da

contida no artigo 4º da Lei 13.874/19 (LGL\2019\8262), estabelece, como já mencionado, que é dever da administração pública e das demais entidades que se vinculam à lei, excetuando o estrito cumprimento de previsão explícita em lei, evitar o abuso do poder regulatório de maneira a indevidamente prejudicar as atividades empresariais. Esse dispositivo traz a tentativa de se estabelecer uma interferência do Estado apenas de forma subsidiária e excepcional, o que traz fomento às atividades empresariais". DINIZ, Thales Janguê Silva; FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. A Lei da Liberdade Econômica e suas implicações nas sociedades anônimas de capital aberto. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 90/2020, pp. 43-59.

⁷ "Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório".

⁸ "Não se pode fugir também de uma análise custo-benefício quando se fala em regulação de qualquer mercado. Toda regulação traz, intrinsecamente, um custo a ser suportado pelas empresas emissoras de valores mobiliários, investidores e o mercado em geral. E tal custo não poderá ser desprezado seja pelo legislador, seja pelo regulador, sob pena de se, literalmente, afugentar as companhias e os investidores do mercado de capitais brasileiro. Ao invés de se encontrar uma cura, matar-se-ia o próprio paciente". CAMARGO, André Antunes Soares de. Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 38/2007, pp.99-121. Notas do original não transcritas.

distribuição (que responde pela veracidade das informações nele divulgadas, como documento anexo ao prospecto)⁹.

Quanto aos benefícios, alinhamo-nos ao racional de que, em sendo critérios de ASG relevantes para determinados investidores, e representando essa porção considerável dos recursos disponíveis no mercado de capitais, a divulgação de práticas de ASG pode aumentar o interesse pelos valores mobiliários de uma companhia, reduzindo seu custo de captação futuro. Nesse contexto, os emissores já são compelidos pelo mercado a divulgar tais informações, cientes de seus benefícios.

Para tal, as companhias se utilizam de campos hoje existentes no Formulário de Referência, como o 7.8 (atividades do emissor em relação a políticas socioambientais) e, principalmente, o 7.9 (outras informações que o emissor julgue relevantes no que se refere a suas atividades).

Atualmente, a própria companhia é levada a refletir quanto à melhor forma de divulgar suas práticas de ASG ao mercado. Evidentemente, a mesma estratégia não é a mais apropriada para todos os emissores de valores mobiliários brasileiros, tanto de uma perspectiva de custos *versus* benefícios, quanto do viés de quais são as informações mais importantes de serem levadas ao conhecimento do mercado.

Por óbvio, sendo o mercado apto a impulsionar divulgações de ASG conforme essas sejam pertinentes, não cabe ao regulador intervir, propalando todas as companhias abertas a fazerem o mesmo (e da mesma forma), sem o correspondente benefício econômico a quem quer que seja.

Nesse sentido, lição de Nelson Eizirik rememora que a regulamentação não serve a seu propósito se os custos forem maiores que os benefícios, mesmo por um viés teórico não liberal:

⁹ A CVM contempla essa questão no Edital de Audiência Pública SDM nº 10/16, que instituiu o Informe Brasileira de Governança Corporativa, ao afirmar que integrá-lo ao Formulário de Referência levaria à não desejada “*ampliação do número de informações que precisariam ser examinadas pelo intermediário no momento da oferta pública, em cumprimento de seu dever de verificar a consistência, qualidade e suficiência das informações do prospecto*”.

“A partir de um longo debate teórico, em que se criticou duramente a teoria do interesse público, passaram seus adeptos a aceitar que a regulação não ocorre sem custos e que estes podem ser superiores aos benefícios por ela gerados. A versão mais sofisticada da teoria não mais presume que a regulação seja perfeita, porém, assumindo que existem falhas no mercado, vê a regulação como o seu melhor antídoto, que, entretanto, não deve remanescer caso os custos dela decorrentes excedam os benefícios que possibilita”¹⁰.

No mais, a abordagem proposta para a divulgação de determinadas informações de ASG, conhecida como “pratique-ou-explique”, gera dados imprecisos.

O Informe Brasileiro de Governança Corporativa, adotado em 2017, utiliza a abordagem desde sua origem. Ao longo desse período, observou-se que parte das companhias abertas sujeitas à obrigação de divulgá-lo preenche o documento de forma pouco assertiva, sem justificar adequadamente a razão de não efetuarem certa prática¹¹. Na mesma linha, foi constatado que as companhias se colocam em uma postura defensiva, utilizando a legislação para explicar suas decisões de não praticar¹². O método, portanto, é pouco eficaz.

Uma das justificativas da CVM para sua proposta seria suposto desejo do mercado por padronização das informações de ASG, permitindo comparabilidade entre os emissores de valores mobiliários. Com a devida vênia, entendemos que o engessamento do conteúdo do

¹⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 50. Notas do original não transcritas.

¹¹ A pesquisa, que englobou todas as 95 (noventa e cinco) companhias requisitadas a preencher o Informe Brasileiro de Governança Corporativa no ano de 2018, concluiu o seguinte: *“Essência e forma: Avaliaram que as companhias estão mais preocupadas com a forma do que com o conteúdo apresentado; escreve-se muito, porém de forma pouco assertiva, sem justificar de fato o não cumprimento de determinada prática”*. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Pratique ou explique: análise qualitativa dos informes de governança corporativa (2018). São Paulo: IBGC, 2019, p. 20. Disponível em: http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/novidades/4092_Pesquisa-Informe-de-Governanca-Pratique-ou-explique.pdf.

¹² *“Postura Defensiva: Houve a percepção de que as companhias adotaram postura defensiva nos Informes de Governança, geralmente apoiando-se na legislação, norma ou estatuto vigentes como justificativa para adoção parcial ou não adoção. Há o receio de que o preenchimento do Informe de Governança seja encarado como ‘mais uma burocracia’, sem gerar reflexões sobre a estrutura de governança corporativa”*. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Pratique ou explique: análise qualitativa dos informes de governança corporativa (2018). São Paulo: IBGC, 2019, p. 20. Disponível em: http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/novidades/4092_Pesquisa-Informe-de-Governanca-Pratique-ou-explique.pdf.

Formulário de Referência não é benéfico, por dois motivos: (i) em primeiro lugar, pode levar o emissor a apresentar dados e fatores quase que irrelevantes para suas atividades, com vistas a cumprir à exigência regulatória; e (ii) em segundo lugar, toda forma de padronização tende a privilegiar determinadas companhias ou ramos de atividades em detrimento dos demais.

Para exemplificar o primeiro ponto, lembramos do desmembramento do item 4.1(j). Ora, nem todos os emissores possuem fatores de risco socioambientais relevantes, como é o caso de empresas de tecnologia e informática¹³. Sua segregação em três itens do conteúdo mínimo pode ter como efeito prático a inclusão, nos Formulários de Referência de algumas companhias, de fatores de risco de baixíssima probabilidade de materialização e, para todos os efeitos, insignificantes.

Lembra-se que critérios de ASG são múltiplos e variados. Ao eleger poucos deles como de divulgação obrigatória no Formulário de Referência, a CVM cria cenário em que determinado emissor, que possui práticas de ASG relevantes, é levado a justificar sua não adoção de outras. A presença de explicações ao invés do relato de práticas, naturalmente, pode vir a criar um estigma negativo (e distorcido) sobre a imagem de determinadas companhias.

Conclui-se que, por mais que a padronização promova a comparabilidade, não permite que a companhia divulgue as práticas que considera mais pertinentes, interferindo, portanto, em sua liberdade econômica. Ademais, o modelo “pratique-ou-explique”, como visto, não traz benefícios efetivos aos investidores, pois quem não adota determinada política ou iniciativa explica sua decisão de forma vaga, genérica e sem relevância prática.

A ampliação das informações de ASG divulgadas gera ainda outro risco: o de divulgação incompleta, inverídica e capaz de induzir o investidor a erro. Em não sendo possível verificar as informações apresentadas pelo emissor, seja pelo fato de serem elas de caráter

¹³ “O setor de TI & Telecom é o que tem o menor percentual de reporte deste item [socioambientais], com apenas 25% [...]”. Laboratório de Inovação Financeira – LAB. Comunicação e prestação de contas: um panorama do reporte de questões ASG nos formulários de referência das companhias abertas. 2020, p. 9. Disponível em: <http://www.labinovacaofinanceira.com/publicacoes/>.

eminentemente privado e interno à companhia – e dado os custos de auditoria serem altos –, seja pela elevada quantidade de informações já divulgadas no Formulário de Referência, o investidor vê-se ainda mais vulnerável. Fazemos aqui paralelo ao “*greenwashing*”, que pode ser definido como a carência de confiabilidade em informações ambientais¹⁴. Os estudiosos Antônio Carlos Efing e Carolina Lückemeyer Gregorio apontam em sua pesquisa relacionada ao tema que a qualidade da informação deve se antepor à quantidade, o que entendemos perfeitamente aplicável a critérios de ASG trazidos no Formulário de Referência:

“O aumento nas mensagens verdes e da informação acerca de atributos ecológicos, portanto, nem sempre se traduz na formação favorável da atitude do consumidor com relação ao consumo consciente. Em vez disso, os consumidores tornaram-se cada vez mais céticos quanto às alegações ambientais feitas por algumas dessas organizações, visto que um dos princípios mais importantes da publicidade está sendo ferido: o da veracidade”¹⁵.

De todo o exposto, recomendamos (i) a manutenção da atual redação dos itens 4.1.(j) (fatores de risco socioambientais), 7.8 (atividades do emissor em relação a políticas socioambientais), 13.1(c) (indicadores de desempenho considerados na determinação da remuneração dos administradores) e 14.1(a) e (b) (número de empregados e terceirizados), na numeração atual; e (ii) a não inserção dos itens 7.1.(e) (objetivos de diversidade entre os membros dos órgãos de administração) e 7.2(c) (canais para recebimento de questões de ASG pelo conselho de administração), na nova numeração.

¹⁴ “Com essa maior predisposição da sociedade em adquirir bens que respeitem o meio ambiente, é certo que ‘a associação de um produto a um benefício ambiental equivale a um diferencial no mercado de consumo’. À vista disso, muitos fornecedores descobriram essa vantagem e estão fazendo uso de informações ambientais de maneira imprecisa, com o intuito de aparentarem estar associados à imagem de protetores da natureza, sem implementar, em seu ciclo produtivo, qualquer medida que vise à minimização de impactos ao meio ambiente. [...] Esse artifício de construção de uma imagem ambientalmente correta leva à desinformação do consumidor e denomina-se *greenwashing*, também conhecido como *maquiagem/lavagem ambiental* ou *maquiagem/lavagem verde*. [...] O *greenwashing* não diz respeito tão somente às informações enganosas, mas também ao *disfarce de uma fraca atuação pró-ambiente feita pela empresa*”. FILLA, Gisele de Pinho Tavares. Análise do fenômeno *greenwashing* e sua repercussão perante a cultura do consumo sustentável. Revista de Direito do Consumidor, vol. 118/2018, pp. 499-549. Notas do original não transcritas.

¹⁵ EFING, Antônio Carlos; GREGORIO, Carolina Lückemeyer. *Greenwashing e rotulagem ambiental no direito do consumidor à informação*. Revista de Direito do Consumidor, vol. 113/2017, pp. 439-455. Notas do original não transcritas.

A exceção para nosso posicionamento se dá com relação ao item 7.5(b) (renumerado para 1.6(b) na Minuta), que expande a descrição dos impactos da regulação estatal no que se refere a “política ambiental” para “política de conformidade ambiental, social e de governança corporativa (ASG)”, por permitir, este sim, maior flexibilidade ao emissor na descrição dos custos incorridos para o cumprimento da regulação.

IV. O Cancelamento de Registro de Ofício

Passando ao segundo ponto que abordaremos nesta manifestação, tem-se que a Minuta propõe incluir à ICVM 480 o seguinte dispositivo, dentre as hipóteses de cancelamento de ofício do registro de emissor:

“Art. 54.....”

III – ausência de pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários do emissor no montante mínimo de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), nos 12 (doze) meses posteriores à obtenção do registro de emissor”.

Entendemos que também esta mudança é prejudicial às companhias emissoras de valores mobiliários, sem trazer benefícios relevantes para outros agentes do mercado de capitais.

No Edital, a CVM apresentou duas justificativas para a proposta. Seriam elas: (i) o desestímulo a uma má-interpretação sobre a obtenção do registro de emissor, sendo esta suposta má-interpretação a falsa maturidade que uma companhia que se registra como emissora de valores mobiliários, mas não realiza oferta efetiva, passa ao mercado; e (ii) promoção de um uso mais eficiente dos recursos da CVM, de forma a garantir que os emissores já presentes no mercado ou com perspectivas concretas de acessá-lo não sejam preteridos com relação a emissores que não tenham essas características.

Sob uma análise mais detida, as implicações do primeiro desses argumentos não nos parecem, de fato, problemáticas. É sabido que os custos para se registrar e se manter como emissor de valores mobiliários no Brasil são elevados, motivo pelo qual o registro, via de regra, é obtido por companhias que estão em fase mais madura de desenvolvimento. Sua

maturidade não significa que, no momento da obtenção do registro (e no curto período de 1 (um) ano após esse fato) necessite captar vultosos recursos junto ao mercado de capitais para o desenvolvimento de suas atividades – pode fazer mais sentido, por diversos fatores, que a companhia se financie no mercado de crédito, apesar de estar tão “madura” quanto outras que captam recursos junto aos investidores em geral. Sua maturidade também não significa que, no exíguo período mencionado, haja uma chamada “janela de mercado”, necessária para o devido levantamento de recursos, por exemplo, em uma oferta pública inicial de ações.

É paradoxal que, no âmbito de uma reforma cujo objetivo central é a redução de custos regulatórios, sob a égide de Lei fortemente desburocratizadora, proponha-se criar mecanismo novo de expulsão de agentes do mercado, mecanismo esse que afetará, em especial, companhias de menor porte, acabando por prejudicar o próprio desenvolvimento econômico.

Alinhamo-nos, neste ponto, ao Diretor Alexandre Costa Rangel, que promove uma agenda de democratização e desburocratização do mercado de capitais para os próximos anos. Como sustentou em sua sabatina no Senado Federal, em 20 de outubro de 2020, reformas regulatórias, tais quais a revisão das normas de ofertas públicas de valores mobiliários, representam *“uma preciosa oportunidade para democratizar ainda mais o mercado de capitais tanto para investidores quanto para emissores”*¹⁶.

Quanto ao argumento de melhor uso de recursos públicos pela CVM, por sua vez, reconhecemos o mérito da preocupação, mas discordamos da ideia de que cancelar o registro de emissor traria qualquer economia à Autarquia.

¹⁶ Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ecidadania/visualizacaoaudiencia?id=19371>, a partir de 3h54min07s. Quanto ao posicionamento do Diretor, veja-se artigo de Guilherme Pimenta, intitulado *“Alexandre Rangel defende atuação da CVM para democratizar acesso ao mercado”*. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/alexandre-rangel-defende-atuacao-da-cvm-para-democratizar-acesso-ao-mercado-20102020>.

Como inclusive já mencionado acima, a reforma das regras de oferta pública de valores mobiliários é iminente¹⁷. Espera-se que a mesma traga agilidade e simplificação ao processo de obtenção de registro, facilitando sua ocorrência em paralelo à obtenção do registro de emissor de valores mobiliários. Todavia, sob o regime atual, fato é que ambos os registros (de emissor e de oferta pública) demandam grande dedicação de recursos, humanos e financeiros, em especial se solicitados conjuntamente perante a CVM.

Atualmente, registrar emissores de valores mobiliários como tal fora de janelas de mercado não é, sob qualquer perspectiva, prejudicial à CVM. Pelo contrário, o emissor que se prepara para captar recursos no mercado de capitais com antecedência acaba por movimentar a máquina administrativa da Autarquia fora dos períodos de natural alta de demanda. Evita-se, com isso, sobrecarregar os servidores, e permite-se inclusive uma apreciação mais detida e detalhada do pedido de registro de emissor.

Da perspectiva de quem submete o pedido, também há o benefício de poder direcionar os esforços de suas equipes – internas e externas – envolvidas na oferta à obtenção de um registro por vez.

Também não há de se falar que sociedades registradas como emissoras, mas que não promovem ofertas públicas, trazem custos desproporcionais ao regulador. Ora, tais companhias sujeitam-se às taxas de registro e fiscalização como qualquer outra companhia aberta (observado que essa última varia em função de seu patrimônio líquido, e não do montante de recursos captados no mercado de capitais)¹⁸.

O próprio Supremo Tribunal Federal já firmou a natureza jurídica de taxa desses tributos¹⁹. Nesse sentido, presume-se que a taxa de registro e a taxa de fiscalização são suficientes para cobrir os custos da Administração Pública, como explica Leandro Paulsen:

¹⁷ O tema está previsto na Agenda Regulatória de 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/aperfeicoamentos-em-normas-de-fundos-companhias-e-ofertas-sao-os-destaques-da-agenda-regulatoria-2021-da-cvm-32a9c9ec25c74cbf8b40255964fa057d>.

¹⁸ Os valores referentes às taxas de fiscalização da CVM podem ser encontrados nas Tabelas de Valores das taxas de Fiscalização, atualizadas pela Portaria nº 493, de 13 de novembro de 2017. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/taxa-de-fiscalizacao>.

¹⁹ Seu entendimento está expresso na Súmula 665, que afirma ser constitucional a taxa de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários instituída pela Lei 7.940, de 20 de dezembro de 1989. Vide ARE 649.981 AgR, Rel. Min. Luiz Fux, j. 31.05.2016; e RE 600.341 AgR, Rel. Min. Cármen Lúcia, j. 18.05.2010.

“O montante cobrado a título de taxa, diferentemente do que acontece com os impostos, não pode variar senão em função do custo da atividade estatal. Conforme PAULO DE BARROS CARVALHO, ‘em qualquer das hipóteses previstas para a instituição de taxas – prestação de serviço público ou exercício do poder de polícia – o caráter sinalagmático deste tributo haverá de mostrar-se à evidência...’.²⁰ O STF, aliás, já reconheceu que deve haver uma ‘equivalência razoável entre o custo real dos serviços e o montante a que pode ser compelido o contribuinte a pagar’.²¹”²²

Em sendo os custos para a Autarquia arcados pela própria entidade privada, não parece haver justificativa para limitar sua liberdade econômica ao ponto cancelar seu registro de emissora, expulsando-a, assim, do mercado de capitais. O alegado interesse protegido pelo cancelamento de ofício nessa hipótese, que seria o custo de supervisão da CVM, não procede face à doutrina tributária.

Com o registro cancelado, companhias teriam de incorrer novamente nos custos de registro, que vão além da taxa cobrada pela CVM. Gera-se gasto sem qualquer benefício palpável à Autarquia ou ao mercado, não havendo, portanto, justificativa econômica a essa nova disposição. Cria-se, inclusive, situação de vantagem comercial para os emissores hoje registrados, mas que não realizaram ofertas, uma vez que a Minuta propõe expressamente excluí-los do âmbito de aplicação da nova regra.

Desta feita, consideramos que a proposta ora analisada não é compatível com o espírito e as regras previstas na Lei de Liberdade Econômica, podendo configurar, inclusive, abuso de poder regulatório. Sua adoção deve ser rejeitada.

V. Conclusão

Em suma, nossas sugestões são as seguintes:

²⁰ Nota de Rodapé 45: “CARVALHO, Paulo de Barros. *Curso de Direito Tributário*. 21ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 40”.

²¹ Nota de Rodapé 46: “Min. Moreira Alves na Representação de Inconstitucionalidade nº 1.077/84”.

²² PAULSEN, Leandro. *Curso de direito tributário*. 3ª ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2010, p. 38.

- (a) a não aplicação das alterações relacionadas à divulgação obrigatória de determinados critérios de ASG, com a manutenção do conteúdo atual dos campos 4.1(j); 7.8; 13.1(c); e 14.1(a) e (b), renumerados para 4.1(k), (l) e (m) – que sugerimos serem mantidos como um só –; 1.9; 8.1(c); 10.1(a) e (b) na Minuta, bem como a não inclusão dos propostos campos 7.1.(e) e 7.2(c), segundo a nova numeração;
- (b) a adoção da alteração proposta na Minuta para o item 7.5(b), renumerado para 1.6.(b);
- (c) a não aplicação do cancelamento de registro de emissor de valores mobiliários quando esse não houver submetido pedido de registro de oferta pública no montante mínimo de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) dentro de 12 (doze) meses; e
- (d) caso a indicação anterior não seja aceita, sugerimos expansão do tempo limite para 24 (vinte e quatro) meses, aumentando a probabilidade de ocorrência de uma janela de mercado no período.

Sendo o que nos cumpre para o momento, colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que eventualmente se fizerem necessários.

Atenciosamente,


Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados