



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
Secretaria Especial de Produtividade, Emprego e Competitividade
Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade
Subsecretaria de Advocacia da Concorrência
Coordenação-Geral de Concorrência no Sistema Financeiro

PARECER SEI Nº 3465/2021/ME

Assunto: Consulta Pública nº 09/2020, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a respeito de minuta de alterações das Instruções CVM nº 480 e nº 481 com objetivo de reduzir o custo de observância e de aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a inclusão de informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa.

Processo SEI nº 10099.100165/2021-25

Acesso: Público.

Estrutura da manifestação

1 Introdução

2 Análise

2.1 Das minutas da resolução

2.2 Das obrigações regulatórias

2.3 Das obrigações regulatórias referentes a ASG

2.4 Da operação do sistema de envio de informações

3 Conclusão

1. Introdução

1. A Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia (Seae/ME) apresenta, por meio deste parecer, considerações sobre a Consulta Pública (CP) nº 09/2020^[1], da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com a intenção de contribuir para o aprimoramento do arcabouço regulatório do setor nos termos de suas atribuições, definidas na Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, e no Decreto nº 9.745, de 08 de abril de 2019^[2].

2. A mencionada CP apresenta minuta de alteração das Instruções CVM nº 480 e nº 481 com objetivo alegado de reduzir o custo de observância e de aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a inclusão de informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa.

2. Da Análise

2.1. Das minutas de Resolução

3. As Instruções da CVM nº 480 e nº 481 dispõem sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Como exemplo, os emissores mais comuns são as companhias abertas e os fundos de investimento.

4. As modificações propostas têm o objetivo alegado de reduzir o custo de observância e de aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a simplificação de informações já exigidas. Parte substancial das modificações envolve o formulário de referência, que deve ser apresentado periodicamente por companhias abertas. A minuta buscou eliminar situações de redundância com outros formulários, reduzir o esforço despendido na sua elaboração pelos emissores e tornar o documento de leitura mais fácil aos seus destinatários.

2.2 Das obrigações regulatórias

5. A prestação de informações é sobretudo uma obrigação regulatória. A fim de melhor delinear o potencial impacto de obrigações regulatórias sobre o ambiente concorrencial, a SEAE editou Instrução Normativa que sugere elementos a serem considerados, quais sejam:

1.01 Os custos para as empresas em consequência da obrigação regulatória são quantificados, e comparados com eventuais benefícios, de modo a não prejudicar a concorrência do setor, a atratividade de investimento, a inovação e nem prejudicar o ambiente de negócios para novos entrantes?

1.02 Os agentes econômicos de menor participação, incluindo potenciais entrantes, terão como suportar os custos dessas obrigações sem prejuízos significativos às suas atividades, à inovação e à competitividade no setor?

1.03 Existe manual, instrução normativa, guia, padronização ou outro instrumento publicado, bem como política de suporte, em vigor que facilite a compreensão e o cumprimento desta obrigação de modo a garantir isonomia entre concorrentes?

1.04 Tal obrigação é observada nos países mais competitivos do mercado internacional, particularmente nos mercados de origem dos concorrentes estrangeiros?

1.05 Existem formas voluntárias ou alternativas de obter os resultados pretendidos pela regulação, inclusive através de provisão adequada de incentivos não fiscais?

1.06 As obrigações a que o agente econômico médio do setor se submete para manutenção do status de regularidade prejudicam a concorrência do setor?

1.07 As obrigações de prestação de dados e informações relacionadas, estabelecidas na regulação, dizem respeito a informações públicas ou que já foram fornecidas ao Poder Público pelo agente econômico?

1.08 As informações exigidas em obrigações estabelecidas na regulação são estritamente necessárias para os fins do objeto regulado?

1.09 Existem evidências, ao contrário de hipóteses ou suposições, dispostas no processo de instrução à edição do ato normativo, de que a proposta solucionará o problema regulatório identificado?

1.10 Em caso de resposta positiva ao quesito 1.09, essas evidências apontam consequências, inclusive externalidades positivas ou negativas, no ambiente de concorrência?

1.11 Qual será o impacto no preço final médio de bens e serviços do setor regulado como resultado dessa obrigação?

1.12 Os consumidores finais enfrentarão um ambiente de menor concorrência e competitividade em consequência do estabelecimento dessa obrigação?

1.13 Existe falha de mercado que justifique a obrigação regulatória?

1.14 Existe competição setorial capaz de sanear/corrigir imperfeição de mercado?

1.15 Se existe razão para a imposição de nova obrigação, existe um planejamento para o setor se adequar, inclusive incentivos específicos, ou um plano de transição?

6. Da rápida leitura dos quesitos acima, nota-se que a CVM falhou em apontar inclusive os elementos mais básicos que justifiquem a manutenção da prestação de informações.\

7. Neste sentido, recomenda-se que a CVM cesse imediatamente a edição do ato normativo, e garanta que, antes de sua edição, todas as informações requeridas dos agentes econômicos sejam analisadas à luz dos 15 quesitos mencionados acima, sob pena de perpetuação de problemas concorrenciais decorrentes da regulação supracitada.

2.3 Das obrigações regulatórias referentes a ASG

8. No sentido oposto à redução da carga regulatória, a minuta sugere a implementação do requerimento compulsório de informações relativas a aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa (ASG), descrevendo ou estimando seus riscos sociais, ambientais e/ou climáticos e práticas de governança, bem como custos de *compliance* (conformidade) relacionados.

9. Em outra seção do formulário, a CVM também propõe a inclusão, opcional, de informações que reflitam as políticas sobre os aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa (ASG). A CVM entende que o próprio mercado tem um interesse crescente em informações destes temas, contudo, “a própria autarquia considera que *dado o atual estágio de desenvolvimento do tema, inclusive em âmbito internacional, e a diversidade de tópicos que podem ser relevantes para diferentes emissores em diferentes segmentos de atividade, a Minuta não se propõe a abarcar informações que pudessem ser pertinentes a cada um dos subtópicos que integram a pauta de questões socioambientais*”.

10. A prática ASG, conhecida mundialmente como ESG – Environemnt, social and corporate governance, é louvável ao se utilizar de ferramentas de mercado (discriminação preferencial por agentes privados) na busca de valores e objetivos tidos – por alguns – como bem comum. Entretanto, exatamente por ser uma solução de mercado, não cabe ao Estado, aqui personificado na figura do regulador, interferir (ou até indiretamente incentivar) a escolha discriminatória entre produtos disponíveis no mercado.

11. A prática ASG surgiu internacionalmente como uma iniciativa do setor privado pois ele é o agente que moral e legalmente, com raras exceções, pode discriminar e selecionar uma opção, disponível no mercado, à outra. Já o regulador, como parte do estado isonômico consolidado no rule of law, não pode e nem deve fazer escolhas em nome dos consumidores – especialmente em nome daqueles hipersuficientes, como os agentes integrantes do mercado de capitais.

12. A minuta coage a um *disclosure* de informação acerca de práticas ASG pela empresa, quando existentes.

13. Existindo, as informações relevantes devem seguir a padronização do formulário, refletindo a adoção de “pratique-ou-explique”, de modo que emissores que não divulguem relatórios de sustentabilidade ou documentos equivalentes ou, ainda, que não tenham indicadores-chave de desempenho para questões ambientais e sociais, expliquem o motivo de não o fazerem. Os itens do formulário seguem abaixo:

1.9. Em relação a informações ASG, indicar:

a. se o emissor divulga informações ASG em relatório anual ou outro documento específico para esta finalidade

b. a metodologia seguida na elaboração desse relatório ou documento

c. se esse relatório ou documento é auditado ou revisado por entidade independente

d. a página na rede mundial de computadores onde o relatório ou documento pode ser encontrado

e. se o relatório ou documento produzido considera a divulgação de uma matriz de materialidade e indicadores-chave de desempenho ASG, e quais são os indicadores materiais para o emissor

f. se o relatório ou documento considera os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) estabelecidos pela Organização das Nações Unidas e quais são

os ODS materiais para o negócio do emissor

g. explicação do emissor sobre a não divulgação de informações ASG ou a não adoção da política de gestão dos indicadores-chave de desempenho ASG, se for o caso.

14. Como outro ponto merecedor de atenção, o formulário apresenta requerimentos adicionais de informação sobre ASG em outras partes, como informações sobre diversidade da força de trabalho e diferenças de patamares de remuneração - nesse último caso, solicitando-as de forma agregada, sem individualização. Seguem abaixo:

a) no campo relativo à estrutura administrativa do emissor, dados agregados sobre diversidade dos órgãos de administração e a indicação dos canais, se houver, pelos quais questões críticas em temas ambientais e sociais cheguem a conhecimento do conselho de administração:

7.1.e. se houver, objetivos específicos que o emissor possua com relação à diversidade de gênero, cor ou raça entre os membros de seus órgãos de administração

7.2.c. se houver, canais instituídos para que questões críticas relacionadas a temas e práticas ASG cheguem a conhecimento do conselho de administração

b) no campo relativo à remuneração dos administradores, esclarecimento sobre se tal remuneração é afetada por indicadores ambientais e sociais:

8.1.c. principais indicadores de desempenho que são levados em consideração na determinação de cada elemento da remuneração, inclusive, se for o caso, indicadores ligados a questões ASG

c) no campo pertinente a recursos humanos, informações sobre diversidade da força de trabalho e diferenças dos patamares de remuneração:

10.1. Descrever os recursos humanos do emissor, fornecendo as seguintes informações:

a. número de empregados (total e por grupos, com base na atividade desempenhada, na localização geográfica e em indicadores de diversidade, tais como gênero, cor ou raça, faixa etária e outros que o emissor julgue relevantes)

b. número de terceirizados (total e por grupos, com base na atividade desempenhada, na localização geográfica e em indicadores de diversidade, tais como gênero, cor ou raça, faixa etária e outros que o emissor julgue relevantes)

15. No que concerne a apresentação de itens sobre diversidade e remuneração dos recursos humanos (10.1.a, 10.1.b), apesar de ser um item que vem sendo demandado em fóruns sobre governança, não é claro que todas as companhias abertas consigam produzir essa informação no curto prazo. Caberia sopesar, na documentação apresentada, as melhores experiências internacionais e, se for o caso, oferecer um prazo maior para a adaptação das empresas para o atendimento do item. O prazo atual de vigência é de 90 dias após a publicação.

16. Já os itens 7.1.e e 7.2.c representam o pedido de descrição de políticas genéricas, caso existam. Trata-se de um questionamento do tipo (não/sim, qual) e não força nenhum tipo de categorização. A CVM não exemplifica porque essas informações são necessárias no formulário, e nem, da forma como estão, detalha se elas representam custos significativos para as empresas, carecendo uma quantificação de custos regulatórios.

17. Quanto ao item 8.2.c., entende-se que a eventual vinculação entre remuneração e indicadores ASG realmente corresponde a um vínculo de política e prática de ASG e resultados financeiros da empresa, que representam o tipo de informação pela qual a CVM zela.

18. Outro ponto em destaque refere-se à demonstração de políticas ASG, item 1.9 (supra

transcrito) do formulário.

19. Como colocados, tais elementos não estão ligados diretamente à materialidade financeira das empresas. A materialidade é diretriz que rege tanto a Lei das S.A. quanto a Lei da CVM, e é o critério para julgar a informação ou fato relevante de interesse do mandato da CVM: proteger a poupança dos investidores e atraí-la para o mercado de capitais (inciso I, art. 4º, Lei 6.385/1976).

20. Verificou-se que há orientação similar na União Europeia, por meio da Diretiva 2014/95/EU^[3] (Non Financial Reporting Directive). Todavia, a União Europeia é mais flexível que a CVM – quando esta pergunta sobre ODS/ONU - no que concerne às estruturas de relatórios utilizadas^[4]. A Diretiva entrou em consulta pública em 2020 e os resultados apontaram que as informações apresentadas têm problemas de confiabilidade, comparabilidade e relevância^[5].

21. O Relatório do Laboratório de Inovação Financeira, da mesma forma como na União Europeia, também identifica falta de padronização nas informações (comparabilidade), relevância (“os temas reportados não se relacionam necessariamente ao negócio das companhias”^[6]) e confiabilidade (“Disponibilidade de informações não garante confiabilidade”).

22. O item 1.9 do Formulário de referência, no seu formato antigo, também era requerido pela B3 (Bolsa de valores brasileira), somente até 2019, por entender que:

após pesquisas e conversas com stakeholders, que os investidores não utilizavam este banco de dados específico em suas análises [A]SG^[7], mas sim diretamente via FR e através de canais como site corporativo das companhias e questionários próprios.^[8]

23. O problema das diferenças das informações e dos relatórios pode ter origem no estágio atual da teoria das cadeias de suprimento sustentáveis. Alguns autores colocam que a teoria sobre SSCM (Sustainable Supply Chain Management) não difere significativamente das melhores práticas de gerenciamento^[9] e recorre a revisões e mudanças em suas classificações de forma cíclica. Outro ponto é que a questão econômica é muitas vezes colocada à frente da ambiental e/ou social/ética, no que parece um confronto entre a teoria normativa versus positiva no front da sustentabilidade^[10].

24. Para vários autores, as decisões para tornar processos sustentáveis envolvem uma decisão financeira de custo-benefício da empresa. Nesse caso, surge uma indústria de sustentabilidade que envolve certificações, processos, metodologias e indicadores aplicáveis, dentre outros itens – os quais impõe custos administrativos/operacionais e financeiros às empresas. Trata-se de uma oportunidade comercial boa que produz resultados também positivos, mas que dificulta consensos no tema e, portanto, a sua vinculação à materialidade financeira e as consequentes demonstrações e/ou exigências de informação (legais ou não).

25. Como a própria CVM coloca em sua exposição de motivos as políticas ocorrem sob variadas formas. Não há ainda um amadurecimento da teoria e do mercado sobre conceitos, práticas e métricas de ASG. Outrossim, os itens de ASG apresentam um viés muito mais favorável a setores de tecnologias limpas (serviços, softwares)^[11] e grandes empresas^[12]. O relatório do Laboratório de Inovação Financeira também identificou padrão semelhante para o preenchimento dos itens, denotando desigualdade no preenchimento dos itens no formulário.

26. Assim, por todo o exposto, considera-se que as exigências de auditoria (item c), materialidade (item e) e ODS (item f), não formam um conjunto padronizado e/ou coerente de informações pelas quais um investidor pode se guiar, podendo possivelmente gerar mais confusão que entendimento.

27. Ainda, como as práticas ainda não estão sedimentadas, as empresas que assinalarão “não”

nos itens os itens "c", "e", "f" no formulário estarão preenchendo um libelo auto acusatório, sancionado pelo órgão regulador, de que não possuem algo "bom", do qual se beneficiarão as empresas de setores limpos ou as que conseguem absorver mais custos de certificações e compliances com algum padrão de ASG.

28. O item "g", o "pratique ou explique" acaba não tendo sentido quando se trata de itens extras (1.9.c, "e", "f") no que tange às práticas ASG. Não é necessário explicar que algo adicional não é necessário em um formulário obrigatório. Todavia, o item "g" poderia permanecer para que a empresa, no formulário, possa explicar de forma breve e sintética suas opções administrativas mínimas e comparáveis nos temas, deixando as informações adicionais e específicas para os sítios eletrônicos indicados no próprio formulário.

29. Concluindo, os relatórios sobre o preenchimento de políticas de ASG em formulários de reguladores financeiros indicam uma grande insatisfação por parte daqueles que os preenchem e daqueles que os lêem. Considerando a diversidade de práticas, o mercado, por meio de seus especialistas contratados, consegue fazer análises mais adequadas dos relatórios próprios das empresas em seus sítios. A análise e observação dos elementos de políticas relativas a meio ambiente, atividades sociais e governança emergiu autonomamente no âmbito dos mercados e vem desde então ganhando importância crescente independentemente de atuação estatal, razão pela qual deve-se ver com cautela injunções estatais nessa área. Ademais, entende-se que o vínculo com a materialidade financeira ainda é fraco para que a CVM tenha mais *enforcement* nesse sentido.

30. No que concerne aos quesitos exemplificativos da IN Seae nº 111/2020 a serem utilizados pela Seae, como roteiro investigativo, para fins internos de análise de impacto concorrencial, melhoria regulatória ou redução dos custos de realização de negócios^[13], tem-se que no Edital da consulta pública, na exposição de motivos e na minuta de Resolução proposta – únicos documentos disponibilizados pela CVM – não foram encontrados justificativas apropriadas para os seguintes quesitos relacionados à complexidade normativa, relativamente à manutenção ou inserção dos itens anteriormente citados de informações sobre ASG (1.9.c, "e", "f"):

V - COMPLEXIDADE NORMATIVA

Padrão pró-concorrência A regulação deve ser clara, objetiva, previsível e isonômica, a fim de garantir simetria de informação regulatória entre os agentes econômicos do setor; a regulação deve ser consolidada, harmonizada e íntegra, a fim de garantir ampla acessibilidade a potenciais novos entrantes, incluindo de origem estrangeira.

Não. Entende-se que se reconhecidamente há uma diversidade de práticas de ESG, não cabe alongar o questionário com perguntas direcionadas a algumas práticas (itens "c", "e", "f" do 1.9). Isso apenas acentuaria a divergência de ações sem um fundamento ou obrigatoriedade administrativa como causa.

5.01 A regulação é efetivamente simplificada, em linguagem acessível a qualquer pessoa de maneira isonômica?

Não. Conforme os relatos sobre as respostas dos itens ASG, no Brasil e exterior, há uma grande diversidade de modelos ASG nas respostas, o que gera questões de confiabilidade, relevância e comparabilidade nas respostas. Assim entende-se que, no atual estágio teórico e da prática da sustentabilidade, parece mais apropriado não forçar uma comparação no questionário por meio de perguntas sobre auditoria, materialidade e utilização dos ODS.

5.02 Existe instrumento que garanta plena isonomia, inclusive efeito vinculante às interpretações dadas pelo regulador, a fim de garantir concorrência justa entre os agentes econômicos?

Não. Como colocado, atualmente as políticas de ESG beneficiam certos tipos de indústrias e elas mesmas, por sua vez, representam modelos de negócios. Na medida em que o regulador pede uma

sinalização sobre um tema em que ainda não há consenso, ele favorece aquelas empresas e seus modelos de certificação/auditação.

5.08 Há análise de que a regulação sugerida não conflita com outras normas (em sentido amplo)?

Não. O regulador não demonstrou que não há conflito. Especificamente as normas do mercado de capitais e da CVM exigem um vínculo com uma materialidade financeira. O item 1.9 do formulário é um item não financeiro aos moldes da citada Diretiva da União Europeia.

5.09 Existem instrumentos legais na regulação de modo a identificar e aplicar uma punição efetiva em caso de descumprimento culposo ou doloso das normas da regulação?

Nesse caso, o ponto é que a informação contida em um formulário de referência do regulador pode levar a crer que a inadequação a alguns itens como auditoria, materialidade e ODS, poderia eventualmente levar a alguma penalização da empresa. Por isso, as perguntas sobre ASG, no formulário, poderiam constituir-se no mínimo necessário para que a empresa possa caracterizar a prática da política.

31. Portanto, no que diz respeito aos termos a serem avaliados para fins de análise de impacto concorrencial especificados no Anexo I da Instrução Normativa Seae nº 111, de 5 de novembro de 2020^[14], observa-se que as perguntas adicionais sobre auditoria, materialidade e ODS não se justificam dado o atual estágio teórico e prático de ASG, atentando contra tal norma no seguinte quesito:

Art. 2º...

I - complexidade regulatória - a onerosidade associada às barreiras de acesso à informação regulatória, inclusive quanto a quantidade e qualidade normativa, harmonização terminológica, isonomia e previsibilidade da aplicabilidade de dispositivos, acessibilidade a diferentes agentes inclusive estrangeiros, população em geral, profissionais da área, fiscais entre outros;

32. Outrossim, no que concerne a apresentação de itens sobre diversidade e remuneração dos recursos humanos (10.1.a,10.1.b), não é claro que todas as companhias abertas consigam produzir essa informação no curto prazo. Apesar de ser um item que deve ser informado de modo agregado, a coleta da informação é individual. Caberia sopesar, na documentação apresentada, as melhores experiências internacionais e, se for o caso, oferecer um prazo maior para a adaptação das empresas para o atendimento do item. O prazo atual de vigência é de 90 dias após a publicação.

Finalmente, insta lembrar que a atuação do regulador, por força de lei (art. 2º, inciso III, da Lei de Liberdade Econômica), deve ser subsidiária e excepcional. Nenhum desses elementos se encontram presentes na atual proposta.

33. Mais do que isso: não cabe à CVM promover ou facilitar a valorização de alguns produtos, em detrimento de outros, em situação em que sequer pode ser hipotetizada a existência de uma falha de mercado para obtenção de informações, uma vez que é interesse do agente econômico demonstrar e expor sua adesão aos padrões ASG.

34. Nas práticas regulatórias modernas, o órgão regulador possui o ônus de demonstrar claramente a necessidade de sua atuação. Onde se encontra essa demonstração? Existem clientes que são incapazes de escolher produtos ASGs na ausência da atuação da CVM? Por que deve a CVM privilegiar a classificação ASG em detrimento de outras desenvolvidas pelo mercado? O regulador foi de fato outorgado com o mandato de avançar em pautas ambientais de maneira (indiretamente) coercitiva? Essas são só algumas das dúvidas que surgem com a ação proposta pela CVM.

35. Todas as respostas apontam para – pelo menos – uma imediata cessação de tal inclusão e a

necessidade de mais estudos para implementação, ou não, dos objetivos almejados pela atual administração da CVM.

2.4 Da operação do sistema de envio de informações

36. Não foi objeto de alteração na consulta o art. 21 da Instrução nº 480, que trata dos elementos a serem entregues à CVM e informa sobre sistema eletrônico disponível para envio, *in verbis*:

Art. 21 O emissor deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações periódicas:

37. Tal dispositivo é regulado em normatizações infralegais da CVM, como a Deliberação CVM Nº 829/2019^[15], na qual destacamos as seguintes alíneas do *caput* (grifos nossos):

c) o sistema eletrônico disponibilizado pela CVM às companhias abertas para a divulgação das informações previstas na Lei das S.A. e na regulamentação editada pela CVM (Sistema Empresas.NET) está submetido a controles de acesso lógico (por meio do fornecimento de login e senha ao diretor de relações com investidores), com o intuito de assegurar que as informações inseridas no sistema provêm das companhias registradas;

d) as informações divulgadas nas páginas da internet da CVM e da entidade administradora em operação (a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão) por meio do Sistema Empresas.NET não podem ser excluídas pelas companhias abertas após sua inclusão no sistema e ficam disponíveis para consulta pelos investidores e pelo público em geral de forma permanente;

38. O sistema foi objeto de convênio entre a B3 e a CVM, uma parceria para garantir simultaneidade de envio de informações pelas empresas para ambas as instituições (auto-reguladora e reguladora, respectivamente), por meio do qual o sistema foi especificado pela CVM, mas desenvolvido e mantido pela B3, sendo que sua propriedade aparente é da CVM. Esses detalhes podem ser inferidos por diversos documentos, entretanto nenhuma regulação esclarece exatamente as responsabilidades de cada agente, algo que deve ser revisto com urgência. É de suma importância que a regulação, e não instrumentos como termos de cooperação, definam onde o papel da CVM acaba e o da B3 começa.

39. Segundo o próprio convênio, ele reflete princípios de regulação do mercado de capitais estabelecidos pela *International Organization of Securities Commission* (IOSCO) e que são adotados pelo *Financial Stability Board* (FSB) – órgão de assessoria do Grupo dos 20 países mais ricos – G20.

40. Destacamos também o seguinte item do Ofício Circular CVM/SEP 10/20, sobre a prorrogação da utilização da versão 16.0 do Sistema Empresas.NET.:

6. Informamos que dúvidas referentes à instalação, utilização e funcionamento do Sistema Empresas.NET, assim como o relato de problemas ou dificuldades no envio de documentos, devem ser encaminhados para a Superintendência de Emissores da B3.

41. Há questões importantes relativas à configuração jurídico-institucional e de linguagem e transparência no tratamento do sistema de envio de informações nas normas da CVM. A B3 tem sido, além de auto-reguladora, uma monopolista dos serviços de negociação, liquidação e registro de ações e, por isso, um sistema usado em conjunto efetivamente tende a operar no sentido de facilitar os trabalhos. Com efeito, o convênio firmado entre CVM e B3^[16] estabelece que a primeira especificaria o sistema e a segunda o construiria, recebendo a licença de uso do mesmo por período indefinido, e tornando-se sua única operadora. Assim, graças ao convênio firmado com a CVM, a B3 passa a operar monopolisticamente também o sistema de envio de informações à CVM.

42. Essa, todavia, não parece ser a configuração mais adequada quando se imagina a quebra do monopólio da B3 e a necessidade de permanência de utilização do sistema de registro. A título de exemplo, como boa prática, a Superintendência de Seguros Privados – Susep, acabou de realizar a Consulta Pública nº 3/2021 em que coloca as bases de como deve ser o sistema registrador, condições das operadoras e regras de interoperabilidade para os diversos sistemas. Considera-se que a CVM poderia utilizar essa experiência para deixar mais claro ao mercado seu interesse não apenas na concorrência na oferta desse serviço, mas principalmente na separação clara dos papéis institucionais das entidades envolvidas.

43. Nesse sentido, é estranho constatar que um sistema que é de propriedade da CVM - e cujo uso deve considerar a hipótese de a B3 não ser mais monopolista dos serviços de negociação, liquidação e registro de ações – tenha seu acesso pelo sítio da B3. O envio das informações mencionado no art. 21 da Instrução nº 480 – “*por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM*” – na verdade ocorre por meio da página da B3. No sítio da CVM existe apenas o link que remete o usuário para aquele local.

44. Parece haver também uma confusão na percepção dos usuários sobre a titularidade do sistema, que deveria ser claramente identificado como um requisito operacional de credenciamento da CVM. Em vários documentos e sítios diversos que tratam do tema, o sistema é citado como se fosse de titularidade da B3, de tal modo que não fica claro onde termina a CVM e onde começa a B3

45. Assim, nos parece que mesmo que a CVM não tenha a intenção de impor um regime de licenciamento para a produção de sistemas similares e concorrentes, a sua linguagem nos documentos e a falta de abertura para tratamento do tema inibem a concorrência atuando quase como um requerimento técnico virtual que somente a B3 consegue suprir.

46. Tal restrição afeta, de pronto, pelo menos dois mercados em potencial: primeiramente, a possibilidade de oferta de sistemas alternativos ao produzido pela B3, que podem oferecer relação de custo-benefício para os usuários mais interessante do que o sistema desenvolvido e mantido pela B3.

47. Além disso, a restrição mencionada afeta também a entrada de outros concorrentes diretos da B3 no seu mercado principal, qual seja, os serviços de negociação, liquidação e registro de ações. Isto porque o novo concorrente se veria na posição nada confortável de depender de um sistema de credenciamento desenvolvido e mantido pela B3 para registro das empresas que desejam negociar títulos mobiliários em bolsa.

48. Veja-se que, na linha da observação supra relativamente à regulamentação da Susep, a CVM poderia ter estabelecido publicamente e em norma os requisitos do sistema e ter deixado o mercado, concorrencialmente, os elaborar. Ao não fazê-lo, a CVM, na condição de elemento regulador do mercado bursátil, se imiscui com a empresa monopolística neste, reforçando seu poder de monopólio, dificultando a entrada de novos players e configurando uma zona cinzenta de sobreposição entre regulador e regulado.

49. Por fim, existe mais um ponto obscuro nessa discussão: não fica claro como ocorre a sustentabilidade financeira do serviço de registro oferecido pela B3. O convênio já mencionado é explícito ao mencionar, em sua cláusula sexta que a CVM não teria qualquer custo com o sistema. Também não há menção a pagamento pelos usuários para acesso e utilização do sistema, o que inclui suas diversas atualizações.

50. Tal questão é de fundamental importância não apenas para analisar as perspectivas de atuação de concorrentes nesse serviço, mas também para entender se o custo de desenvolvimento e manutenção do sistema não vem sendo diluído em outros serviços prestados pela B3 aos diversos agentes econômicos envolvidos com os serviços de negociação, liquidação e registro de ações. Dito de outro modo: o impacto desse requerimento operacional exigido pela B3 está resultando em maiores custos em outras atividades do mercado de títulos mobiliários no Brasil? Se a resposta for positiva, esses custos têm causado dificuldades para entrada e permanência de agentes diversos no mercado brasileiro?

51. No interesse de fomentar a concorrência no setor, a CVM poderia apresentar maior

neutralidade na sua linguagem para tratamento do sistema, deixar transparentes para o público os requisitos básicos do sistema, a necessidade de interoperabilidade e estabelecer condições de acesso à sua documentação e códigos fonte, viabilizando a quem quer que seja as mesmas condições oferecidas à B3.

52. Para avaliar os potenciais impactos concorrenciais utiliza-se a metodologia desenvolvida pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em seu Guia de Avaliação da Concorrência^[17]. A metodologia consiste em um conjunto de questões a serem verificadas na análise do impacto de políticas públicas sobre a concorrência. O impacto anticompetitivo pode ocorrer por meio dos seguintes efeitos: (i) limitação no número ou variedade de fornecedores; (ii) limitação na concorrência entre empresas; (iii) diminuição do incentivo à competição e (iv) limitação das opções dos clientes e da informação disponível.

53. No que diz respeito ao convênio firmado com a B3 para elaboração do sistema que lhe envia informações periódicas das companhias, é certo que sua existência infringe todas as condições supra referidas, eis que operou no sentido de limitar (a um, a B3) o fornecedor de tal sistema limitando, assim, a concorrência potencial entre empresas que poderiam oferecer tal software e, portanto, diminuindo o incentivo à competição, bem como limitando as opções das companhias que devem prestar informações à CVM.

3. Conclusão

54. O presente parecer apresentou considerações sobre considerações sobre a Consulta Pública (CP) nº 09/2020^[18], da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que propõe alterar as Instruções CVM nº 480 e nº 481 com objetivo de reduzir o custo de observância e de aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a inclusão de informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa.

55. A proposta produz complexidade normativa no que concerne a apresentação de itens sobre diversidade e remuneração (10.1.a e 10.1.b) podendo exigir dos regulados mais tempo para implementação do que os atuais 90 dias após a publicação. Caberia sopesar, na documentação apresentada, as melhores experiências internacionais e, se for o caso, oferecer um prazo maior para a adaptação das empresas para o atendimento do item.

56. Recomenda-se que a CVM cesse imediatamente a edição do ato normativo, e garanta que, antes de sua edição, todas as informações requeridas dos agentes econômicos sejam analisadas à luz dos 15 quesitos referentes a obrigações regulatórias presentes na IN SEAE nº 111, de 2020, sob pena de perpetuação de problemas concorrenciais decorrentes da regulação que se almeja reformar.

57. No que concerne a alguns itens de ASG, no caso, as especificações adicionais de auditoria, vinculação a materialidade e ODS, são itens extras que se referem a práticas específicas e não consolidadas sobre o tema, de modo que acentuam a divergência de decisões administrativas, em um formulário obrigatório, sem um consenso de ação como fundamento. Desta forma, recomendamos a exclusão dos itens 1.9.c, “e” e “f” do formulário.

58. Entende-se que as políticas de ASG por parte das empresas são louváveis, no entanto, considerando a diversidade de práticas, o mercado consegue fazer suas análises sem precisar de um *enforcement* do regulador nesse quesito, mesmo na forma do “pratique ou explique”. Trata-se de clássico caso de aparente ausência de falha de mercado que motive a interferência do regulador.

59. Se tais recomendações não forem acatadas, sugere-se a ampliação do prazo para debate e construção do tema, permitindo seu amadurecimento tanto pelos agentes econômicos envolvidos como pelo regulador.

60. Em relação ao sistema de envio de informações, foram identificadas as seguintes questões de natureza concorrencial:

a) **convênio firmado entre a CVM e a B3 restringe a operacionalização da exigência**

normativa imposta pela CVM - envio de informações pelos emissores – à utilização de um único sistema desenvolvido pela B3: não há, portanto, clareza sobre os requisitos básicos do sistema, o que dificulta a oferta de sistemas alternativos. É necessário prever critérios de interoperabilidade entre o sistema desenvolvido e mantido pela B3 e outros que venham a surgir para esse serviço, estabelecer condições de acesso à documentação e códigos fonte, viabilizando a concorrência nesse mercado;

b) a restrição mencionada afeta também a entrada de outros concorrentes diretos da B3 no seu mercado principal, qual seja, os serviços de negociação, liquidação e registro de ações: isto porque o novo concorrente se veria na posição nada confortável de depender de um sistema de credenciamento desenvolvido e mantido pela B3 para registro das empresas que desejam negociar títulos mobiliários em bolsa;

c) não fica claro como ocorre a sustentabilidade financeira do serviço de registro oferecido pela B3: questão de fundamental importância não apenas para analisar as perspectivas de atuação de concorrentes nesse serviço, mas também para entender se o custo de desenvolvimento e manutenção do sistema não vem sendo diluído em outros serviços prestados pela B3 aos diversos agentes econômicos envolvidos com os serviços de negociação, liquidação e registro de ações. Dito de outro modo: o impacto desse requerimento operacional exigido pela B3 está resultando em maiores custos em outras atividades do mercado de títulos mobiliários no Brasil? Se a resposta for positiva, esses custos têm causado dificuldades para entrada e permanência de agentes diversos no mercado brasileiro?

61. Assim, recomenda-se que a CVM normatize de forma transparente a possibilidade de que outros interessados possam fazer sistemas robustos alternativos, seguindo os termos do licenciamento na IN Seae nº 111/2020.

62. Ante o exposto, esta Secretaria considera que, no âmbito de suas competências e dado o teor da matéria em análise, não há mais recomendações a serem feitas.

Brasília, 8 de março de 2021

À consideração superior.

Documento assinado eletronicamente

RICARDO VIDAL DE ABREU

Chefe de Divisão

Documento assinado eletronicamente

AURÉLIO MARQUES CEPEDA FILHO

Coordenador-Geral de Concorrência no Sistema Financeiro, Substituto

De acordo.

Documento assinado eletronicamente

ANDREY VILAS BOAS DE FREITAS
Subsecretário de Advocacia da Concorrência

De acordo.

Documento assinado eletronicamente

GEANLUCA LORENZON

Secretário de Advocacia da Concorrência e Competitividade

[1] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/index.html Acesso em 25/01/2021.

[2] Com redação dada pelo Decreto nº 10.072, de 18 de outubro de 2019.

[3] Disponível em https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en . Acesso em 27/02/2021

[4] Item (9) In providing this information, undertakings which are subject to this Directive may rely on national frameworks, Union-based frameworks such as the Eco-Management and Audit Scheme (EMAS), or international frameworks such as the United Nations (UN) Global Compact, the Guiding Principles on Business and Human Rights implementing the UN ‘Protect, Respect and Remedy’ Framework, the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises, the International Organisation for Standardisation's ISO 26000, the International Labour Organisation's Tripartite Declaration of principles concerning multinational enterprises and social policy, the Global Reporting Initiative, or other recognised international frameworks. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095> . Acesso em 27/02/2021.

[5] Disponível em <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive/public-consultation> . Acesso em 27/02/2021.

[6] Disponível em <http://www.labinovacao financeira.com/wp-content/uploads/2020/10/LAB-Comunica%C3%A7%C3%A3o-e-presta%C3%A7%C3%A3o-de-contas.pdf> . Acesso em 28/02/2021.

[7] Alguns textos em português utilizam o acrônimo em inglês ESG.

[8] Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/b3/sustentabilidade/institucional/transparencia/transparencia.htm . Acesso em 28/02/2021.

[9] Pagell, M., & Wu, Z. (2009a). Building a more complete theory of sustainable supply chain management using case studies of 10 exemplars. *Journal of Supply Chain Management*, 45(2), 37–56. <https://doi.org/10.1111/j.1745-493X.2009.03162.x>

[10] Pagell, M., & Shevchenko, A. (2014). Why research in sustainable supply chain management should have no future. *Journal of Supply Chain Management*, 50(1), 44–55.

[11] Disponível em <https://www.ft.com/content/486afe00-5347-4f23-ab30-fb2ab901b2cb> . Acesso em 22/02/2021.

[12] Disponível em <https://vocesa.abril.com.br/especiais/a-mao-invisivel-do-esg/> Acesso em 22/02/2021.

[13] Na forma do inciso I combinado com a alínea "b" do inciso VII do caput do art. 119 do Anexo I do Decreto nº 9.745, de 2019.

[14] Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-seae-n-111-de-5-de-novembro-de-2020-286706982>. Acesso em 11/12/2020.

[15] Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/Deli829.html> . Acesso em 04/03/2021. Esta Deliberação foi revogada pela Deliberação 838/2019.

[16] Ver <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/BMFBOVESPA-dez2013.PDF>. Acesso em 05/03/2021.

[17] OCDE (2017). **Guia de Avaliação da Concorrência. Versão 3.0.** Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/49418818.pdf>. Acesso em: 16/12/2020

[18] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/index.html Acesso em 25//01/2021.



Documento assinado eletronicamente por **Andrey Vilas Boas de Freitas, Subsecretário de Advocacia da Concorrência**, em 08/03/2021, às 21:06, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Geanluca Lorenzon, Secretário(a) de Advocacia da Concorrência e Competitividade**, em 08/03/2021, às 21:09, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Aurélio Marques Cepeda Filho, Coordenador(a)**, em 08/03/2021, às 21:21, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Ricardo Vidal de Abreu, Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental**, em 08/03/2021, às 21:33, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.economia.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **14146606** e o código CRC **548B57C3**.