



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.015402/2022-51

Reg. Col. 2844/2023

Interessada: B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
Assunto: Alteração do Regulamento de Emissores – Correspondência B3 499/2022-DIE
Relatoria: Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários - SMI
Voto: Diretora Flávia Perlingeiro

VOTO

1. Este processo tem por objeto as propostas submetidas, em 20.12.2022, pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“**B3**”), à aprovação prévia da CVM, nos termos do art. 180, I¹, da Resolução CVM nº 135/2022, de (i) consolidação e aprimoramento de nova versão do Regulamento de Emissores (“**Novo Regulamento**”), que consolida e substitui o Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários (“**Regulamento**”) e o Manual do Emissor; e (ii) criação do Anexo B – Medidas ASG (“**Anexo ASG**”) do Novo Regulamento, com o objetivo de alinhamento à *“movimentação regulatória recente – tanto no cenário brasileiro, quanto internacional – relacionada a temas Ambientais, Sociais e de Governança Corporativa”* (“**ASG**”)² (em conjunto, “**Propostas**”).
2. O debate quanto às Propostas, no âmbito do Colegiado da CVM, teve início na reunião de 18.04.2023, quando então o Diretor João Accioly pediu vista deste processo, e hoje é retomado.
3. Antecipo, desde já, que concordo integralmente com a conclusão e as ponderações trazidas pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, por meio do Ofício Interno nº 17/2023/CVM/SMI, de 12.04.2023 (“**Ofício Interno**”)³, sendo que as Propostas, nos moldes iniciais e as alterações posteriormente implementadas, contaram também com análise e manifestação favorável, no âmbito das respectivas competências e à luz das matérias subjacentes, da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE e da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, como bem apontado no Ofício Interno.
4. A propósito, em Despacho-GDN-1 constante dos autos⁴, aprovado pela SDM, foi ressaltado que a análise do Novo Regulamento não se insere nas atribuições da SDM ou das gerências que a compõem,

¹ Art. 180. Sem prejuízo de outras disposições desta Resolução a respeito do assunto, estão sujeitas à aprovação prévia da CVM para produzirem efeito: I – as normas de conduta, de funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários ou segmentos de mercados organizados de valores mobiliários, bem como suas alterações e normas complementares; (...).

² Doc. 1673595.

³ Doc. 1758786.

⁴ Doc. 1703982.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

entretanto, considerando que tal análise guarda estreita relação com o conteúdo de normas recentemente editadas no âmbito da CVM, apresentou observações, a título de colaboração, destacando que:

(i) o art. 59 do Novo Regulamento prevê que as companhias listadas devem divulgar seu grau de adesão às medidas previstas no Anexo ASG, sendo que tais informações devem ser prestadas no modelo “pratique ou explique” nos itens 7.1.d e 7.1.e do Formulário de Referência (“FRe”), modelo esse que *“dá às companhias flexibilidade para explicar os fatores que justificam suas escolhas, sempre que suas práticas diferem das indicadas nas recomendações de governança”* e, por esse motivo, *“é reconhecido como uma abordagem adequada em se tratando de códigos ou recomendações de governança, por levar em consideração que as decisões das companhias podem ser afetadas por determinadas características particulares ou por seu estágio de maturidade”*.

(ii) os emissores já são obrigados a divulgar informações sobre práticas ASG em dois diferentes documentos previstos na Resolução CVM nº 80/2022: nos referidos itens 7.1.d e 7.1.e do FRe e no Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, *“código esse que consagra em seu item 2.2.ii o princípio de que o conselho de administração deve ser composto levando em conta a disponibilidade de tempo de seus membros para o exercício de suas funções e a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero”*.

5. Assim, concluiu-se que *“não obstante controvérsias surgidas durante a audiência pública promovida de forma não obrigatória pela B3, compreendemos que a prestação de informações exigida no [Anexo ASG] está em linha com a regulamentação da CVM e com o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas”* (grifos adotados).

6. Embora eu não tenha qualquer discordância em relação ao quanto pontuado nos autos deste Processo pelas Áreas Técnicas da CVM, acrescento, nesta oportunidade, breves considerações a respeito da aprovação do Novo Regulamento pela CVM, incluindo seu Anexo ASG, notadamente sob o prisma do papel da regulação e da autorregulação no mercado de valores mobiliários.

7. Antes, contudo, à luz das colocações trazidas pelo voto do Diretor João Accioly sobre os resultados da audiência pública conduzida pela B3, ressalto que não me parece que a tabela reproduzida no item 6 do Ofício Interno tenha sido adotada como fundamento para a conclusão da SMI nem das demais Áreas Técnicas quanto à aprovação da proposta relativa ao Anexo ASG, tendo sido explicitado, no próprio Ofício Interno, que as categorizações constantes da tabela se referem à *“avaliação da própria entidade administradora de mercado”*, como também reconhecido no referido voto.

8. Em razão da natureza das matérias de que se trata, cabe também reconhecer o elevado grau de subjetividade inerente a tal avaliação, seja quanto ao tom, ao teor ou, ainda, à fundamentação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

9. De resto, e mais importante, entendo que não cabe à CVM pretender se substituir à B3 na avaliação dos resultados da audiência pública, conduzida no âmbito da autorregulação, seja em relação ao processamento ou conteúdo das contribuições, seja em decisões quanto ao que e como divulgar.

10. De todo modo, ainda que não me caiba tal juízo, permito-me tecer algumas considerações, diante das colocações trazidas quanto às manifestações que a B3 entendeu como inapropriadas – para usar a mesma expressão adotada pela bolsa quando do encaminhamento à Autarquia. Registro, então, que, ao compulsar o documento pertinente nos autos⁵, identifico que abrangem registros de cidadãos que tiveram a oportunidade de manifestar suas opiniões sobre a iniciativa, em geral baseadas em suas convicções pessoais e visões de mundo, no exercício de sua liberdade de opinião, evidenciando o acerto da entidade ao abrir essa discussão com a sociedade e não apenas com as companhias abertas, independentemente do nível de aproveitamento possível para o exame para fins normativos no âmbito da autorregulação.

11. Pontuo, também, que, a meu juízo (mas sem qualquer pretensão de filtro revisional), as referidas mensagens são, em esmagadora maioria, claramente inapropriadas, para dizer o mínimo, inclusive, em diversas delas, ofensas são dirigidas à própria entidade autorreguladora. Quanto a terem sido, ou não, fundamentadas, entendo, ainda, que a questão não perpassa pela compreensão acerca dos valores subjacentes, mas sim pela fundamentação para o embate técnico-regulatório.

12. Cabe lembrar que o processo pelo qual uma norma, inclusive no âmbito da autorregulação, é submetida à manifestação do público envolve dinâmica que não se confunde, por exemplo, com uma votação, como chegou a sugerir um dos participantes, nem deve ser examinada com o uso do instrumental técnico que seria apropriado para análise de debates em plataforma de mídia ou rede social, frequentemente permeados por questões atinentes à liberdade de expressão em si, dando ensejo a decisões quanto a moderação ou exclusão de conteúdo. Ao revés, trata-se de discussão técnica normativa, em um ambiente igualmente técnico, ainda que envolvendo temas de relevância social e de natureza sensível. Nesse contexto, não vejo necessidade de maior aprofundamento, em números ou critérios, para concluir não ter havido falta de razoabilidade da B3 na avaliação sobre o grau de contribuição técnica das mensagens que, por seu conteúdo, foram consideradas inapropriadas ou não fundamentadas, para a finalidade da consulta pública sob exame, ainda que diferentes leitores possam chegar a resultados distintos quanto às diversas categorizações adotadas, conforme sua subjetividade.

13. Em acréscimo, para fins da deliberação pelo Colegiado quanto à aprovação das Propostas, entendo que importa considerar o contexto em que o Regulamento e sua reforma se inserem. A esse respeito, destaco, de início, que o desenvolvimento do mercado de capitais, historicamente e em âmbito mundial, demanda uma atuação normativa que extrapola o processo legislativo *stricto sensu*. Em

⁵ Doc. 1673598.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

praticamente todas as jurisdições, não apenas há legislação tratando do mercado de capitais, mas também entes reguladores e autorreguladores organizando a atuação dos participantes de mercado.

14. No Brasil, essa interação motivou a expressa inclusão de administradoras de mercados regulamentados, como a B3, entre os autorreguladores obrigatórios por força de lei, mais especificamente, do disposto no art. 17, *caput* e § 1º⁶, da Lei nº 6.385, de 07.12.1976, que estabelece, de forma clara, que aquela instituição atua no mercado de capitais, independentemente dos seus legítimos interesses no plano negocial, na condição de auxiliar da atuação estatal exercida pela CVM. Registre-se, ainda, que o aproveitamento da autorregulação está alinhado com os Objetivos e Princípios da Regulação de Valores Mobiliários da International Organization of Securities Commissions – IOSCO.

15. Nesse contexto, é possível constatar que, entre outros aspectos positivos, essa atuação reguladora e autorreguladora confere mais agilidade do que os processos normativos tradicionais, bem como capacidade de influenciar, de forma mais específica e eficaz, a atuação dos participantes de mercado. No Brasil, a própria criação, por exemplo, dos segmentos especiais de listagem – que é justamente fruto dessa combinação de atuação do regulador e do autorregulador – incentivou o amadurecimento do mercado de capitais, viabilizou a atração de mais investidores, estrangeiros e nacionais, e contribuiu com o desenvolvimento de estruturas de fiscalização e controle em relação às companhias listadas.

16. Em síntese, essa coordenação de regulação e autorregulação tem sido indispensável à realização dos objetivos de interesse público nesse mercado privado de alta complexidade e importância, em arranjo institucional cuja eficiência vem sendo construída ao longo de décadas de experiência prática no Brasil.

17. Ademais, o vínculo indissociável da regulação-autorregulação requer não apenas que o regulador preserve os equilíbrios instáveis de um sistema em constante evolução, mas que também atue com coerência em relação às premissas desse arranjo institucional. No que se refere à autorregulação, que é prevista em lei, bem como estimulada pelas normas da CVM, a coerência interna do sistema recomenda reconhecer espaços reservados para que essa faça suas escolhas técnicas e complemente a regulação.

18. Isso, inclusive, se materializa em propostas como a do Anexo ASG ora sob análise, por envolver matéria que abrange novos paradigmas em franco desenvolvimento e de custos e repercussões ainda em evolução, consubstanciando grandes desafios, riscos e oportunidades, tanto para os entes privados quanto para o País e a sociedade como um todo. Nesse contexto, é particularmente eficiente que tais

⁶ “Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. § 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.” (grifos aditados)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

escolhas técnicas sejam realizadas por quem está de todo inserido na realidade de mercado, inclusive sob o prisma da competitividade no plano internacional pela atração de investimentos estrangeiros.

19. Evidentemente, tratando-se de autorregulação supervisionada, cabe um controle da CVM, que têm competência para regular, supervisionar e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro. Ressalto, inclusive, que, neste caso, as Áreas Técnicas procederam a uma cuidadosa análise, interagiram com a B3, que, por sua vez, efetuou alterações em consideração às demandas da CVM, e, por fim, manifestaram-se favoravelmente à aprovação do Novo Regulamento, incluindo o Anexo ASG.

20. Vale, também, salientar, que a B3 trouxe evidências substantivas de que a dinâmica e complexa temática ASG foi objeto de ampla discussão, com posterior decisão fundamentada com a justificativa das escolhas realizadas, não havendo, a meu ver, qualquer razão, dentro do eficiente arranjo institucional existente, para que a CVM deixe, por sua vez, de reconhecer, com a devida deferência, o pertinente espaço que cabe à autorregulação, em especial à luz do ambiente de mercado e de competição em relação a bolsas de valores estrangeiras na busca pela atração de capitais e desenvolvimento de mercados.

21. Destaco, ainda, que a relevante pauta ASG tem sido objeto de diversas iniciativas tanto na CVM quanto no mundo, inclusive na autorregulação, com destaque para bolsas em várias jurisdições, cujos mercados encontram-se em diferentes estágios de amadurecimento. Nesse sentido, a proposta do Anexo ASG está longe de ser um exemplo isolado, pelo contrário, demonstra alinhamento com as melhores práticas observadas internacionalmente, consoante verificado na abrangente pesquisa conduzida pela B3 e apresentada ao mercado e à sociedade como subsídio do processo de audiência pública⁷.

22. Por fim, a meu ver, o Novo Regulamento contemplando o Anexo ASG tende a ser mais um exitoso exemplo dessa importante função que a autorregulação exerce no mercado de valores mobiliários. Justamente por estar em linha com a abordagem adotada por muitas outras bolsas de valores no mundo – evidenciando a consistência desse movimento –, a proposta da B3 quanto ao Anexo ASG está, como dito, atualmente baseada no modelo “pratique ou explique”, com foco notadamente informacional, a promover, por meio da autorregulação, a indução de práticas ASG relevantes para o mercado de capitais brasileiro, cujos benefícios tendem a ser colhidos a médio e longo prazo.

23. Por todo o exposto, voto pela aprovação das Propostas trazidas pela B3, acompanhando a SMI, ao amparo da conclusão e das razões apresentadas no Ofício Interno.

Rio de Janeiro, 14 de julho de 2023.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro
Diretora

⁷ cf. “Anexo III – Iniciativas Internacionais” ao Edital de Audiência Pública nº 01/2022-DIE.