

São Paulo, 28 de agosto de 2025

Ao Senhor  
Antônio Carlos Berwanger  
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado  
Comissão de Valores Mobiliários – CVM

**Assunto: Consulta Pública CVM-SDM nº 02/25.**

Prezado Senhor,

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) agradece a oportunidade de contribuir com a Consulta Pública CVM-SDM nº 02/2025, que tem por objeto alterar a Resolução CVM nº 9/2020 para realinhar a regulamentação brasileira às normas europeias aplicáveis à atividade de classificação de risco de crédito.

**Contextualização**

Antes de apresentarmos sugestões de aprimoramento à minuta em consulta pública, gostaríamos de apresentar o contexto da análise que fizemos.

Atualmente, a Resolução CVM nº 9/2020 proíbe, em termos genéricos, que a agência emita ou mantenha uma classificação caso a entidade avaliada faça parte de seu bloco de controle (art. 22, VII, b). A minuta em consulta também elenca situações potenciais de conflito envolvendo sócios, analistas ou pessoas vinculadas à agência que detenham ativos financeiros da entidade avaliada (art. 16, § 2º, II). No entanto, não há previsão de limites percentuais objetivos para participações societárias que possam comprometer a independência da classificação de risco. Em outras palavras, embora conflitos envolvendo controle societário estejam contemplados, a regulamentação brasileira não replica os limiares de 5% e 10% previstos na legislação europeia. Essa ausência de parâmetros quantitativos claros pode dificultar a identificação e o tratamento de conflitos sutis de interesse, deixando brechas interpretativas sobre o que constituiria participação relevante capaz de influenciar o julgamento da agência.

Destaca-se que, segundo avaliação técnica da European Securities and Markets Authority (ESMA)<sup>1</sup>, essa defasagem é um dos fatores pelos quais a regulação brasileira deixou de ser considerada equivalente a europeia. Portanto, suprir essa lacuna com regras objetivas de participações cruzadas é fundamental para fortalecer a gestão de conflitos de interesse no setor, alinhando o Brasil às melhores práticas internacionais e restaurando a confiança internacional na qualidade das nossas classificações de risco.

### Recomendação principal

O IBGC recomenda a introdução expressa, na norma resultante desta consulta, de salvaguardas inspiradas na regulamentação europeia (Regulamento (CE) nº 1060/2009, com as alterações do Regulamento (UE) nº 462/2013) para evitar conflitos de interesse derivados de participações cruzadas<sup>2</sup>. Em termos práticos, propomos a adoção no Brasil dos parâmetros objetivos já vigentes na UE, conforme detalhado a seguir:

Texto da minuta CVM	Proposta de redação do IBGC	Justificativa
<b>Art. 16.</b> § 2º São exemplos de situações que evidenciam potenciais conflitos de interesses, em relação à classificação de risco específica: (...)	<b>Art. 16.</b> § 2º São exemplos de situações que evidenciam potenciais conflitos de interesses, em relação à classificação de risco específica: (...)	<ul style="list-style-type: none"><li>Participação cruzada <math>\geq</math> 5%: caso um acionista ou sócio da agência de rating detenha 5% ou mais do capital social ou dos direitos de voto da entidade avaliada (ou de seu controlador), deve-se divulgar publicamente que a independência da classificação de risco pode estar comprometida. Em outras palavras, sempre que houver participação societária relevante (a partir de 5%) tanto na agência quanto na empresa avaliada, a</li></ul>

<sup>1</sup> ESMA. *Technical Advice on CRA Regulatory Equivalence - CRA 3 Update*, 2017, pp. 32-33. Link de acesso:

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-207\\_technical\\_advice\\_on\\_cra\\_regulatory\\_equivalence\\_-\\_cra\\_3\\_update.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-9-207_technical_advice_on_cra_regulatory_equivalence_-_cra_3_update.pdf)

<sup>2</sup> REGULAMENTO (CE) N.º 1060/2009 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, Anexo I – Independência e Prevenção de Conflitos de Interesses, Seção B – Requisitos de Funcionamento, pontos 3, alínea a-A e ponto 3-A, alínea a. Link de acesso: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02009R1060-20250117#anx\\_I](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02009R1060-20250117#anx_I)

	<p><b>IV – caso um mesmo acionista ou sócio detenha, direta ou indiretamente, participação igual ou superior a 5% do capital social ou dos direitos de voto tanto da agência de classificação de risco quanto da entidade avaliada ou de parte a ela relacionada, ressalvadas as participações detidas por fundos de investimento diversificados, sem influência significativa sobre a gestão.</b></p>	<p>agência precisa emitir um alerta de potencial conflito de interesse ao divulgar o rating.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• A inclusão do critério objetivo de 5% para caracterização de potenciais conflitos de interesse fortalece a transparência e a previsibilidade regulatória, alinhando a norma brasileira ao padrão europeu já consolidado. Esse percentual funciona como limiar prudencial, apto a sinalizar ao mercado situações em que a independência da agência de rating pode estar comprometida, ainda que não haja vínculo de controle.</li> <li>• Exceção (investimentos passivos): deve-se prever exceção a essas restrições para situações em que as participações acionárias sejam detidas indiretamente por intermédio de fundos de investimento diversificados, sem influência significativa na gestão tanto da agência quanto da entidade avaliada. Por exemplo, se um acionista da agência for um fundo de índice ou de pensão que detenha &gt;5% de uma empresa avaliada, sem qualquer intento de influenciar sua administração, a mera posição passiva não deveria impedir o rating nem acionar automaticamente a divulgação de comprometimento. Essa salvaguarda, presente também na legislação europeia, assegura que investidores institucionais diversificados não sejam penalizados, focando as restrições apenas em participações capazes de gerar influência indevida.</li> </ul>
<p><b>Art. 22.</b> É vedado à agência de classificação de risco de crédito:</p>	<p><b>Art. 22.</b> É vedado à agência de classificação de risco de crédito:</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Participação cruzada <math>\geq</math> 10%: caso um acionista ou sócio detenha 10% ou mais do capital ou dos votos da agência de rating e</li> </ul>

<p>(...) VII – emitir ou continuar acompanhando a classificação de risco, caso:</p>	<p>(...) VII – emitir ou continuar acompanhando a classificação de risco, caso:</p> <p><b>h) caso um mesmo acionista ou sócio detenha, direta ou indiretamente, participação igual ou superior a 10% do capital social ou dos direitos de voto tanto da agência quanto da entidade avaliada ou de parte a ela relacionada, ressalvadas as participações detidas por fundos de investimento diversificados, sem influência significativa sobre a gestão.</b></p> <p>(...)</p> <p><b>§ 3º</b> <b>O disposto na alínea “h” do inciso VII aplica-se ainda quando a participação cruzada igual ou superior a 10% for identificada após a emissão da classificação de risco, hipótese em que a agência deverá promover a imediata suspensão ou retirada da classificação, a fim de preservar a</b></p>	<p>simultaneamente 10% ou mais do capital/votos da entidade avaliada (ou de parte a ela relacionada), a agência ficaria impedida de emitir ou manter a classificação de risco dessa entidade. Nessa hipótese de alto grau de participação cruzada, o conflito de interesse é considerado irreconciliável – a própria regulamentação europeia veda a emissão do rating em tais circunstâncias.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Se a participação cruzada <math>\geq 10\%</math> for identificada apenas após a emissão da nota, a classificação deve ser desqualificada (retirada ou suspensão) prontamente para preservar a credibilidade do mercado.</li> <li>• Convergência com a prática europeia: ao adotar parâmetros equivalentes aos usados na regulamentação europeia, o Brasil se alinha às melhores práticas internacionais, demonstrando comprometimento com padrões de governança robustos e reduzindo assimetrias regulatórias entre jurisdições.</li> <li>• Benefícios esperados: as mudanças trazem objetividade e clareza à regra de conflitos. Participantes do mercado passam a ter parâmetros numéricos concretos para identificar situações de risco à independência da nota. Isso eleva a confiança nos ratings, evitando subjetivismo. Além disso, o Brasil demonstrará adoção de padrões equivalentes aos internacionais, condição necessária para recuperar o reconhecimento de equivalência regulatória pela ESMA e para reintegrar nossas agências de rating ao mercado europeu.</li> </ul>
---	--	--

	<b>credibilidade do processo de notação e a integridade do mercado de capitais.</b>	
--	---	--

Acreditamos que incorporar os dispositivos acima na Resolução nº 9/2020 (ou na norma alteradora dela decorrente) elevará o patamar de objetividade e rigor da regulação, fechando possíveis brechas no gerenciamento de conflitos de interesse. Para quaisquer dúvidas ou esclarecimentos, favor entrar em contato com [institucional@ibgc.org.br](mailto:institucional@ibgc.org.br).

Cordialmente,

**Luiz Martha**

Diretor de Conhecimento e Impacto

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC

