



## RELATÓRIO DE ANÁLISE

### **Audiência Pública SDM nº 12/2013 – Processo CVM nº RJ-2011-9292**

**Objeto:** Alteração da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 – Dispensa de publicação em jornal dos avisos obrigatórios em ofertas públicas e de impressão do prospecto.

#### **1. Introdução**

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 12/2013, que recebeu comentários do público entre os dias 2 de dezembro de 2013 e 3 de fevereiro de 2014, e teve como objeto a minuta de instrução (“Minuta”) que propôs alterações na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário.

A principal proposta era eliminar a publicação obrigatória, em jornal, do anúncio de início de distribuição e, se for o caso, do aviso ao mercado de que trata o art. 53. A divulgação passaria a ser realizada nas páginas da rede mundial de computadores da emissora, do ofertante, da instituição intermediária responsável pela oferta (ou, se for o caso, das instituições intermediárias integrantes do consórcio de distribuição), das entidades administradoras de mercado organizado e da CVM.

A Minuta sugeriu, ainda, que o prospecto definitivo ou preliminar não fosse entregue aos investidores em versão impressa, sendo disponibilizado obrigatoriamente nas mesmas páginas da internet onde os avisos das ofertas são divulgados.

Essas propostas fazem parte do contexto para facilitar e diminuir os custos de acesso ao mercado de capitais brasileiro por parte das pequenas e médias empresas.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; (iv) outros comentários; e (v) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública SDM nº 12/2013. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.



## **2. Participantes**

- (i) Advocacia Kaiser Brosselin;
- (ii) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
- (iii) BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros;
- (iv) GV CEF – Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getulio Vargas;
- (v) IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa;
- (vi) Luz Publicidade;
- (vii) Machado Meyer Sendacz Opice; e
- (viii) Madrona, Hong e Mazzuco Sociedade de Advogados.

## **3. Comentários à Minuta**

### **3.1. Comentários gerais**

ANBIMA, Madrona Hong, Machado Meyer e IBGC elogiaram a iniciativa da CVM de modernização da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Luz Publicidade concorda com a iniciativa da CVM em atualizar a comunicação entre as companhias abertas e o mercado. No entanto, entende que a divulgação em meio digital aumenta a possibilidade de assimetria de informações, motivo pelo qual seria necessário regulamentar a matéria para assegurar o acesso integral e instantâneo às informações.

Além disso, o participante alega que a publicação na página da internet não cumpre os requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação das informações, que visa assegurar a proteção do público investidor e do mercado, previstos no art. 1º da Instrução CVM nº 400, de 2003.

GV CEF e Luz Publicidade afirmam que as mídias digitais são vulneráveis a crimes.



GV CEF afirma que o número atual de investidores em bolsa, no Brasil, é menor do que em países onde o desenvolvimento e renda da população são semelhantes ao brasileiro, como Rússia, China e Índia, e que nesses países são feitas publicações legais em jornais impressos.

O participante entende que devem ser discutidos os obstáculos à abertura de capital das empresas e não os custos de manter uma sociedade anônima ou, ainda, o custo de publicações em jornal, que seriam pequenos.

GV CEF entende que as ofertas seriam ocultadas dos potenciais interessados, se não houver publicação dos avisos em jornal.

No caso da página do intermediário, mesmo que o investidor já fosse cliente dele, não haveria garantia que seria informado. E também seria improvável que o investidor visitasse habitualmente as páginas da entidade administradora de mercado ou da CVM.

GV CEF alega que a qualidade da informação acessada por meio das páginas da CVM e da BM&FBovespa, relativa à “apresentação visual, formatação e facilidade de acesso”, é ruim.

Conforme discutido no Edital, a CVM entende que a internet já pode ser considerada como uma alternativa válida para a disseminação das informações de que trata a Minuta.

A CVM reconhece que o custo atual dessa disseminação não é, de maneira geral, relevante quando comparado com outros custos associados à manutenção de uma companhia aberta. Contudo, esse é um custo que pode ser eliminado sem gerar prejuízo ao mercado, razão pela qual a CVM entende que a flexibilização proposta no Edital é oportuna, opinião essa respaldada por outros participantes que enviaram comentários à Minuta.

Assim, fica a cargo dos emissores e estruturadores da oferta utilizar ou não o mecanismo de publicação dos avisos em jornais impressos.

GV CEF considera a perenidade da informação disponibilizada na internet precária em comparação aos jornais impressos.

O IBGC entende que é adequado manter o acervo das informações divulgadas nos portais de relações com investidores das empresas, da CVM e da Bolsa de Valores, por serem espaços comumente



acessados pelo mercado para a busca de documentos empresariais em geral, e que deve ser garantido acesso fácil e tempestivo a essas informações.

Luz Publicidade entende que, deve ser definido o tempo mínimo de permanência de uma informação nas páginas da internet para que se garanta a acessibilidade de todos os interessados. Nesse sentido, sugere que seja obedecido o horário de funcionamento das negociações regulares da BM&FBovespa para o início da divulgação, que deveria permanecer em destaque na página por, pelo menos, 72 horas, e armazenada para consulta por, no mínimo, cinco anos.

O participante também sugere a existência de documento que demonstre que as informações sobre a oferta pública foram divulgadas naquele dia e horário. Nesse sentido, sugere que as páginas da internet das entidades listadas no art. 54-A devem manter a divulgação das publicações armazenadas por cinco anos.

Entendemos que a preocupação levantada sobre a perenidade da informação não é significativa por duas razões. Primeiro, as tecnologias relacionadas à internet evoluíram muito desde seu surgimento, assim como cresceu a sua importância social.

Segundo, em se tratando de anúncio de venda de valores mobiliários, naturalmente estará disponível durante o período de distribuição do papel. De qualquer forma, todos os documentos divulgados pelas companhias nos sistemas da CVM para a divulgação de informações ficam disponíveis ao mercado, com a informação de data e hora do arquivamento da informação.

GV CEF defende que a divulgação de informações relevantes, tais como os avisos de que tratam a Audiência Pública, ocorra em “sítios de internet especializados e dedicados, tal como aqueles ligados a jornais de grande circulação”.

Luz Publicidade diz que a exigência da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, de que a divulgação impressa seja feita em jornais de grande circulação indica uma preocupação com a abrangência do canal de comunicação, portanto, acredita que além das páginas da internet das entidades do art. 54-A da Minuta, as informações poderiam ser divulgadas em portais de notícias da internet, dos quais deve ser exigido o mesmo rigor dos canais impressos. Ainda sugere que os portais sejam registrados na CVM seguindo o modelo adotado para os auditores independentes.



O participante diz que as comunicações digitais permitem mais possibilidades de formatação que as impressas e podem ser divulgadas de forma “escondida”, razão pela qual acredita que se deve definir uma “formatação padrão mínima” para a divulgação das informações semelhante às Demonstrações Financeiras Padronizadas da Instrução CVM nº 331, de 4 de abril de 2000, e sugere que sejam observados os requisitos estabelecidos no Ofício-Circular/CVM/SRE/nº 1/2013, que trata da utilização de material publicitário no âmbito de ofertas públicas.

Sugere também que seja considerado o tamanho do arquivo, o tempo de carregamento do mesmo e proteção “que permite cópias, mas não permite alterações na sua redação”.

Não há qualquer obrigação legal de publicação em jornal dos avisos de oferta, do mesmo modo que atos e fatos relevantes, que foram objeto da audiência pública nº 08/13. Desse modo, fica a critério dos emissores e dos estruturadores das ofertas a veiculação dos avisos em outros meios, nos termos do art. 54-A, parágrafo único, inciso II, que incluiria a possibilidade de divulgação por meio de portais de notícias.

A CVM também entende que a imposição de uma formatação padronizada para as informações divulgadas não é necessária, uma vez que já há um rol de informações que devem ser inseridas nesses documentos, nos termos dos Anexos IV e V da Instrução CVM nº 400, de 2003. Essa exigência não é adotada pela regulação para outras divulgações feitas digitalmente, e não há registro de ocorrência de problemas acerca dessa matéria.

Por essas razões, as propostas não foram acatadas.

## **3.2. Comentários ao texto da Minuta**

### **3.2.1. Modificação da oferta e comunicação aos investidores (Art. 27, parágrafo único)**

O IBGC entende que a CVM deve esclarecer qual é a responsabilidade do emissor no envio da comunicação para o investidor via correio eletrônico caso não haja recebimento, uma vez que a comunicação pode não chegar ao destinatário por ser automaticamente incluída na caixa de “spam”.

ANBIMA e Machado Meyer entendem que a alteração do parágrafo único do art. 27 pode resultar em dificuldades operacionais de ordem prática ao limitar as formas sob as quais a comunicação poderá ser feita (apenas correio eletrônico ou correspondência física), porque os emissores, instituições



intermediárias e investidores estariam sujeitos a atrasos no envio e/ou recebimento de comunicações, em razão de fatores externos.

Machado Meyer afirma que, como o prazo de desistência do investidor é contado do momento em que a notificação é recebida, haveria necessidade de um controle complexo das notificações para que o prazo seja contado para cada investidor conforme a data do recebimento, o que geraria insegurança quanto ao cronograma da oferta.

Além disso, entende que a comunicação direta ao investidor poderá acarretar em aumento dos custos dos emissores em ofertas públicas, porque, além dos custos de envio da comunicação, haverá a necessidade de estabelecer controles internos para a gestão das comunicações feitas.

Nesse sentido, sugere eliminar o trecho “diretamente, por correio eletrônico ou correspondência física” e inserir novo parágrafo com a seguinte redação:

*“Parágrafo Segundo. A comunicação de que trata o parágrafo primeiro acima deverá ser feita por meio:*

*I - da disponibilização de aviso nas páginas da rede mundial de computadores conforme disposto no artigo 54 –A; e*

*II - da publicação de aviso nos jornais onde a emissora normalmente publica seus avisos, que poderá ser realizada de forma resumida, indicando as páginas na rede mundial de computadores nas quais os investidores poderão obter as informações detalhadas e completas.”*

A redação vigente do parágrafo único do art. 27 da Instrução CVM nº 400, de 2003, já estabelece a necessidade de comunicação direta aos investidores que aderiram à oferta caso ela seja modificada. A redação proposta pela Minuta visa somente esclarecer os meios que podem ser utilizados.

Por isso, a sugestão não foi acatada. No entanto, a redação final da norma evidenciará que os meios incluídos são exemplificativos, sendo aceita qualquer forma de comunicação direta passível de comprovação.

### **3.2.2. Disponibilização de prospecto definitivo e outros documentos (Art. 42, caput e §§3º, 4º e 5º)**



Machado Meyer sugere excluir do § 4º do art. 42 a necessidade de envio à CVM e às entidades administradoras de mercado organizado cópia impressa dos prospectos definitivo e preliminar, de forma que seriam disponibilizados exclusivamente em formato eletrônico.

A CVM entende que o custo de impressão e entrega é pequeno e que, mesmo frente aos esforços da CVM para modernizar as regras em questão, a referida previsão de entrega de cópia impressa permanece por ora importante para fins de análise do pedido de registro das ofertas. Por isso, o pleito não foi acatado. Fica mantida, no entanto, a redução do envio de 4 para apenas 1 cópia impressa do prospecto.

### **3.2.3. Anúncio de início da distribuição (Art. 52, caput e §§1º e 2º)**

Kaiser Brosselin entende que a Minuta, nos arts. 52 e seguintes, autoriza a publicidade dos avisos obrigatórios em ofertas públicas somente por meio de página da rede mundial de computadores. Nesse sentido, entende que isso não deveria ser imposto, mas facultado, como mais uma opção para o emissor.

Por isso, sugere a redação nos seguintes termos:

*“Art. 52. A instituição líder deverá dar ampla divulgação à oferta, por meio de Anúncio de Início de Distribuição, nos termos do Anexo IV, publicado nos jornais onde a emissora normalmente publica seus avisos, ou na forma prevista no art. 54-A.”*

A publicação em jornal não está proibida, apenas foi eliminada sua obrigatoriedade.

Quanto à necessidade de usar meios digitais, conforme abordado na Edital de Audiência Pública, a CVM entende que as mídias eletrônicas têm papel crescente na divulgação de informações, o que levou a Autarquia a optar por exigir a divulgação dos avisos nas páginas da emissora, ofertante, mercado, intermediários e CVM.

Portanto, a sugestão não foi acatada.

### **3.2.4. Locais de publicação na rede mundial de computadores (Art. 54-A)**

Madrona Hong diz que a redação do parágrafo único do novo art. 54-A da Instrução CVM nº 400, de 2003, não especifica que a simultânea publicação em jornal pode ser realizada a critério da emissora,



do ofertante, da instituição intermediária responsável pela oferta ou, se for o caso, das instituições intermediárias integrantes do consórcio de distribuição, razão pela qual sugere alterar o dispositivo.

Ainda, como a Minuta permite a publicação resumida em jornal, com referência ao local na rede mundial de computadores onde estão as informações completas, mas estabelece que publicações adicionais feitas em outros meios de comunicação devem apresentar informações completas, sugere alterar o dispositivo para que seja dado tratamento isonômico aos meios de comunicação.

Em razão de seus comentários, Madrona Hong sugere a seguinte redação para o dispositivo:

*“Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no caput, as publicações previstas nesta Instrução podem ser, a critério daqueles mencionados nos itens I e III, acima, simultaneamente disseminadas: I— por meio de aviso resumido publicado em jornal ou qualquer outro meio de comunicação, indicando as páginas na rede mundial de computadores onde os investidores poderão obter as informações detalhadas e completas; e*

*~~II— por qualquer meio de comunicação, desde que em sua íntegra.”~~*

BM&FBovespa sugere que o art. 54-A, parágrafo único, inciso II, não inclua a obrigatoriedade de que publicações simultaneamente disseminadas por qualquer meio de comunicação sejam feitas em sua íntegra. BM&FBovespa entende que a possibilidade de publicação de aviso resumido nesses casos deve ser mantida, visto que a publicação na íntegra pode ser impraticável em alguns meios de comunicação e exemplifica com a publicação em revista.

A CVM esclarece que o objetivo do parágrafo é apenas permitir formas alternativas de disseminação de informações. Cabe à emissora, ao líder da distribuição e aos demais participantes da oferta a avaliação acerca de eventual utilização de outros meios de divulgação da oferta.

No entanto, as sugestões relativas à divulgação de aviso resumido em outros meios de comunicação, e não apenas em jornal, são pertinentes. O tratamento isonômico dos meios de comunicação amplia o número de meios de divulgação disponíveis aos participantes do mercado a custo menor. Assim, não seria adequado permitir a publicação de aviso resumido em jornal e exigir a divulgação na íntegra em outros meios.

Logo, a redação final da norma reflete a preocupação dos participantes.





Luz Publicidade entende que é necessário que, ao menos, a publicação do primeiro aviso ao mercado ou o anúncio de início da distribuição, o que ocorrer antes, seja mantido em meio impresso, o qual deve conter a informação das páginas da internet onde as demais divulgações serão feitas.

A CVM entende que a internet já pode ser considerada como uma alternativa válida para a disseminação das informações de que trata a Minuta, sem a necessidade de prever as publicações em jornal obrigatórias sugeridas pelos participantes. Por esta razão, as propostas não foram acatadas.

Cabe à emissora, ao líder da distribuição e aos demais participantes da oferta a avaliação acerca de eventual utilização de outros meios de divulgação da oferta, inclusive a manutenção da publicação em jornal.

Luz Publicidade entende que (i) existem diversos meios para que a informação seja destacada adequadamente; (ii) a divulgação pode ser prejudicada se houver ofertas simultâneas, pois o espaço seria dividido; e (iii) é imprescindível que a forma da divulgação seja padronizada. Por isso, propõe que, em relação ao cumprimento a exigência de “destaque” do art. 54-A proposto seja criada “uma comissão de especialistas para discutir o assunto e definir tais critérios”.

Como já explicado no item 3.1, a CVM não pretende impor uma formatação padronizada para os avisos, uma vez que o rol de informações necessárias já está descrito na norma. A expressão “com destaque” resolve as preocupações que podem surgir sobre a divulgação do texto, cabendo à CVM supervisionar sua aplicação.

Portanto, as observações do participante não são pertinentes e não foram acatadas.

### **3.3. Outras alterações à Instrução CVM nº 400, de 2003**

#### **3.3.1. Prospecto preliminar (Art. 46)**

Madrona Hong e BM&FBovespa sugerem alterar o inciso IV do parágrafo 1º do art. 46 da Instrução CVM nº 400, de 2003, para adequar a redação aos critérios de divulgação do Edital de Audiência Pública. BM&FBovespa sugere a seguinte redação:

*“Art. 46. (...)*

*§1º Os seguintes dizeres devem constar da capa do Prospecto Preliminar, com destaque:*

*(...)*



IV - “~~O prospecto definitivo será entregue aos investidores durante o período de distribuição~~ estará disponível nas páginas da rede mundial de computadores listadas no art. 54-A”.

A sugestão é pertinente e está refletida na norma. Entretanto, o texto mencionará nominalmente as páginas da internet contidas no art. 54-A, uma vez que a menção ao artigo pode não ser clara o suficiente para o investidor.

### **3.3.2. Horário da divulgação na página da rede mundial de computadores**

Luz Publicidade sugere que seja disciplinado o horário em que a informação será divulgada, ao menos “a hora mais cedo e a hora mais tarde”, porque, diferente das mídias impressas, a comunicação digital permitem total liberdade do momento de divulgação.

O comentário é pertinente e o texto final da norma contempla redação similar à da Instrução CVM nº 358, de 2002, que dispõe sobre as divulgações serem feitas, sempre que possível, antes da abertura ou após o encerramento do pregão.

### **3.3.3. Prazo para entrada em vigor**

Luz Publicidade sugere que seja estabelecido um prazo de 24 meses para a entrada em vigor da nova redação da Instrução CVM nº 400, de 2003, entendendo que esse prazo é razoável e necessário para que os envolvidos se preparem para as mudanças.

A CVM entende que não é conveniente que seja adiada a aplicação da norma, pois acredita que as mídias eletrônicas tem papel crescente na divulgação de informações, inclusive de forma mais rápida, ampla e equânime que os jornais impressos.

Ademais, uma vez que não há oferta em andamento, a regra não produzirá impacto imediato no mercado.



#### 4. Outros comentários

##### 4.1 Conteúdo dos avisos

GV CEF critica a forma atual do aviso de mercado e do anúncio de início afirmando que, ao tentar apresentar as informações da forma mais completa possível, o texto torna-se de difícil leitura. Nesse sentido, afirma que o regulador não incentiva o uso de resumo “mais amigável e educativo para o leitor”, bem como que os participantes do mercado e o regulador parecem “preocupados em mitigar o risco de omissão e não de informar didaticamente ao investidor”.

Sugere, portanto, que os avisos sejam elaborados com a seleção de informações, de forma não exaustiva, como é feito o material apresentado aos investidores institucionais, de forma que haja tratamento isonômico entre esses e os investidores em geral. Assim, GV CEF sugere alteração ao art. 53 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

As sugestões do participante fogem do escopo da audiência, que não se propôs a reavaliar o conteúdo dos avisos.

##### 4.2 Adequações pontuais do texto da Instrução CVM nº 400, de 2003

A BM&FBovespa sugere a adequação das expressões “publicação” e “divulgação”, e termos derivados, ao longo da Instrução CVM nº 400, de 2003, de modo a assegurar maior precisão às alterações propostas na Minuta e manter a consonância com outras regulamentações.

Caso tal sugestão seja acatada, seria necessário alterar as redações do art. 52, caput, art. 53, caput, e art. 54-A, **caput** e parágrafo único. Nesse sentido, outros dispositivos da mesma instrução, que não foram mencionados no Edital, deveriam ser adaptados.

A CVM entende que a sugestão é pertinente, tendo feito os devidos ajustes na versão final da norma.

Ademais, a CVM evidencia que alterou a redação do art. 54-A, I, para esclarecer que a divulgação na página da emissora é obrigatória apenas quando existe a referida página.



**CVM** *Comissão de Valores Mobiliários*

**5. Proposta definitiva de instrução**

A proposta definitiva de instrução alteradora da Instrução CVM nº 400, de 2003, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 16 de abril de 2014.

*Original assinado por*

**FLAVIA MOUTA FERNANDES**

**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado**