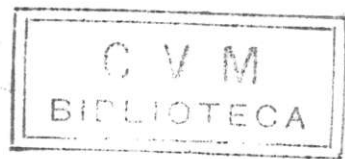

CVM

**POLÍTICAS
DE DIVULGAÇÃO
DE INFORMAÇÕES**



SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO

PARTE 1 – PRINCÍPIO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES 1

PRINCÍPIO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES 3

I	OBJETIVO	3
II	PRESSUPOSTOS	3
III	DIRETRIZES BÁSICAS	4
1	<i>Diretrizes Gerais</i>	4
2	<i>Diretrizes para o Estabelecimento de Padrões de Informações</i>	4
3	<i>Diretrizes Relativas à Disseminação de Informações</i>	5
IV	CONCEPÇÃO DE REGISTRO	6
1	<i>Diretrizes</i>	6
2	<i>Mercado Primário e Mercado Secundário – Implicações para uma Política de Divulgação de Informações</i>	7
3	<i>Tipos de Registro</i>	8

PARTE 2 – POLÍTICAS DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES 11

POLÍTICAS DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES 13

A	REGISTRO DE COMPANHIA PARA NEGOCIAÇÃO EM BOLSA E BALCÃO	13
1	FINALIDADE	13
2	CONDIÇÕES PARA REGISTRO	14
3	INFORMAÇÕES A SEREM PEDIDAS NO REGISTRO	16
4	DISSEMINAÇÃO DAS INFORMAÇÕES CONTIDAS NO REGISTRO DE COMPANHIA PARA NEGOCIAÇÃO EM BOLSA E BALCÃO	19
5	O PROBLEMA DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS	21
6	INFORMAÇÕES TRIMESTRAIS	22

7	PROCEDIMENTOS DE REGISTRO	23
8	RELATÓRIOS DA ADMINISTRAÇÃO	24
9	EDITAIS DE CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLÉIAS	24
10	PROPOSTAS DE DIRETORIA OU DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO À ASSEMBLÉIA GERAL DE AÇIONISTAS	25
B	REGISTRO DE EMISSÃO	27
1	FINALIDADE	27
2	CONDIÇÕES PARA OBTENÇÃO DE REGISTRO DE EMISSÃO	27
3	INFORMAÇÕES A SEREM PEDIDAS NO REGISTRO DE EMISSÃO	28
4	DISSEMINAÇÃO DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS POR OCASIÃO DO REGISTRO DE EMISSÃO	29
5	PROCEDIMENTO DE REGISTRO	32
C	REGISTRO DE DISTRIBUIÇÕES SECUNDÁRIAS	35
1	FINALIDADE	35
2	CONDIÇÕES PARA REGISTRO DE DISTRIBUIÇÕES SECUNDÁRIAS	37
3	INFORMAÇÕES A SEREM PEDIDAS NO REGISTRO DE DISTRIBUIÇÃO SECUNDÁRIA	39
4	DISSEMINAÇÃO DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS POR OCASIÃO DO REGISTRO DE DISTRIBUIÇÃO SECUNDÁRIA	39
5	PROCEDIMENTO DE REGISTRO	39
D	REGISTRO DE OPERAÇÕES ESPECIAIS	41
E	PRONTA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE	43
1	FINALIDADE	43
2	SITUAÇÕES EM QUE A COMPANHIA DEVE INFORMAR	43
3	O MOMENTO DE INFORMAR	44
4	FORMA DE INFORMAR	45
F	“INSIDER TRADING”	47
1	CONCEITOS	47
2	PRINCIPAIS POLÍTICAS DA CVM	47

ANEXO: OS PARTICIPANTES DO PROCESSO DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES	51
---	-----------

APRESENTAÇÃO

Ao apresentar, ao Conselho Monetário Nacional, através do voto CMN n.º 426/78, o documento "Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios", aprovado em sessão de 21 de dezembro de 1978, procurou a Comissão de Valores Mobiliários consolidar um conjunto ordenado de idéias sobre as quais dever-se-iam assentar suas políticas de regulação e, a partir daí, seus atos normativos específicos.

Embora este procedimento possa eventualmente ser visto como o caminho mais longo para se chegar a uma ação efetivamente normativa, como se ela por si só bastasse para a solução dos problemas do mercado, pareceu à CVM que a atividade reguladora não teria eficácia ou coerência, se não contasse com uma base conceitual solidamente estabelecida e convenientemente apurada num criterioso processo de discussões internas e de pesquisas e análise das experiências vividas por outras agências reguladoras.

Os fundamentos da regulação constituem aquelas idéias centrais que justificam a ação reguladora e são ao mesmo tempo, o seu objetivo. Ao defini-los, o que a CVM procurou, basicamente, foi instrumentar a regulação com formulações conceituais que delimitasse perfeitamente o campo e a natureza da atividade, do que decorrem, entre outros benefícios, evitar a super-regulação, a fragmentação do processo em atos isolados, e oferecer aos participantes do mercado linhas de orientação que lhes permitiam apreciar cada iniciativa de caráter regulador como parte de um sistema coerentemente explicitado.


Os princípios são os conceitos que orientam as políticas de regulação, em campos bem determinados, e que, no conjunto, abrangem todo o universo da ação reguladora da CVM:

- a auto-regulação;
- a divulgação de informações;
- a qualificação para o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários; e
- a conduta dos intermediários.

Após a definição desses princípios, partiu-se para a concepção das políticas deles emanantes, atribuindo-se prioridade àquelas voltadas para a divulgação de informações, tendo em vista, entre outros fatores, a importância do instrumento informação para todos os que participam do mercado e, em particular, para que as negociações que nele se processam possam situar-se em bases mais equitativas.

Já ao apresentar o documento de "Fundamentos e Princípios" ao CMN, a Comissão de Valores Mobiliários anexava, a título apenas exemplificativo, a minuta de suas "Políticas de Divulgação de Informações", onde, antes de se normatizar, procuram-se indicar os comportamentos que os diversos atores do mercado devem adotar com relação à matéria.

Ao trazer este trabalho, a público, nesta edição à qual, para melhor orientação do leitor, agregamos os "Princípios da Divulgação de Informações" integrantes do documento levado ao CMN, a CVM acredita estar oferecendo aos interessados no mercado um elemento importante para que o processo de ajustamento das atividades do setor à revolução conceitual desencadeada pela nova Lei das Sociedades Anônimas possa ser integralmente assumida por seus protagonistas, de forma tal que as transformações esperadas se operem dentro do melhor padrão de normalidade e eficiência.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Roberto Teixeira da Costa', with a horizontal line extending to the right.

Roberto Teixeira da Costa
Presidente

PRINCÍPIO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

PRINCÍPIO DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

I. OBJETIVO

A Regulação da Divulgação de Informações pela CVM objetiva assegurar ao público a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, de informações necessárias para a tomada da decisão de investir em valores mobiliários e ainda das decisões de votar e de fazer representar em assembleias de companhias abertas.

II. PRESSUPOSTOS

Esse objetivo da CVM está baseado em três grandes pressupostos:

1. A alocação eficiente de recursos numa economia de mercado tem como pré-condições a existência de um sistema de informações confiável e oportuno.

2. As forças espontâneas de mercado e a soma dos interesses privados são insuficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente, impondo-se a instituição da obrigatoriedade de fornecimento das informações consideradas necessárias.

3. Os benefícios decorrentes da criação de um órgão governamental com as atribuições, entre outras, de regular o funcionamento de um sistema de divulgação de informações, fixando sua conformação geral e tomando as medidas necessárias à sua implementação, superam os ônus que acarreta, considerada a comunidade como um todo.

Esses pressupostos refletem a preocupação de otimizar a utilização dos recursos de capital no mercado de valores mobiliários, salientando sua dependência em relação ao sistema de informações existente. Uma vez amplamente disponíveis essas informações, num mercado eficiente, os preços tendem a refletir com rapidez sua interpretação, de sorte que retornos extraordinários apenas são possíveis às custas de um esforço analítico, capaz de produzir uma interpretação mais precisa dos dados divulgados. A obrigatoriedade de fornecimento de informações, decorrência do segundo pressuposto, busca reduzir a possibilidade de que certos grupos beneficiem-se às custas de outros, através de um acesso privilegiado a determinados dados que possam influir na decisão de investir. Por sua vez, o terceiro pressuposto incorpora a idéia de que a seleção de informações a serem fornecidas e a fiscalização de seu fornecimento devem ser feitas através de um órgão regulador, criado para esta finalidade, com benefícios líquidos, para a comunidade como um todo.

III. DIRETRIZES BÁSICAS

1. Diretrizes Gerais

- a) O sistema de divulgação visa a equalizar o acesso à informação, protegendo o público investidor e gerando sua confiança; a utilização da informação privilegiada é indesejável, uma vez que permite aos que a ela têm acesso obter benefícios às custas de terceiros, afetando a confiabilidade geral do mercado.
- b) A manutenção da confiança do investidor através da plena revelação dos fatos é um pré-requisito para a construção de uma economia aberta, o fortalecimento do mercado de valores mobiliários e uma maior captação de recursos de capital pelas companhias.
- c) A proteção do público investidor pela divulgação de informações não prejudica as companhias correta e sadiamente administradas.
- d) A prática da divulgação de informações é um elemento didático que tende a influenciar favoravelmente a conduta da administração das companhias abertas.

2. Diretrizes para o Estabelecimento de Padrões de Informações

As seguintes considerações devem proceder a escolha pela CVM das informações que virão a compor o sistema de divulgação:

- a) Os grupos cujas necessidades de informação se quer suprir, isto é, para quem o sistema está dirigido. O fato de o sistema poder ser considerado complexo pela maior parte dos investidores não é necessariamente um mal em si. Os benefícios para estes serão obtidos através da intermediação por agentes capazes de assimilar, analisar, sintetizar e transmitir as informações disponíveis.
- b) O mercado precisa ter rápido acesso à informação, de uma forma confiável e pelo meio adequado.
- c) A informação desejada deve ser necessária, repercutindo de modo significativo sobre as decisões do público investidor, não estando afastada a consideração de casos em que o mercado ainda não tenha a consciência de sua relevância.
- d) A política de divulgação de informações é de natureza evolucionária, cabendo à CVM:
 - promover, previamente à emissão de normas e à fixação de padrões, a análise e a caracterização da necessidade objetiva de revelar determinados fatos ao público investidor, assegurando-se da inexistência de redundâncias;
 - analisar as conseqüências de requisitos em termos do balanceamento entre custos decorrentes e benefícios auferidos pelos investidores;

— estudar, previamente à introdução de modificações e exigências adicionais, os resultados obtidos a cada etapa do processo evolutivo do sistema;

— zelar para que, constatadas insuficiências de informações requeridas pelo público investidor, o sistema busque suprir informações necessárias que se revelem significativas.

e) A CVM orientará, por meio de normas e padrões, as companhias para a divulgação das informações mínimas, consideradas essenciais para o mercado, sempre que possível, estabelecendo indicadores qualitativos e quantitativos. Os administradores das companhias, como responsáveis pela sua divulgação, deverão promover a avaliação contínua das necessidades adicionais de informação ao público, dado seu acesso e conhecimento sobre os fatos e sua maior capacidade em avaliar sua relevância, utilizando o critério do possível reflexo dos acontecimentos sobre a cotação dos valores mobiliários por elas emitidos.

f) A CVM limitará suas exigências sobre informações de natureza social ou relativas à conduta das companhias apenas aos casos em que tiverem implicações significativas sobre as decisões de investir, votar e fazer-se representar em assembleias de companhias abertas.

3. Diretrizes Relativas à Disseminação de Informações

A preocupação da CVM não se limita apenas à divulgação de informações, abrangendo também sua ampla disseminação, de modo a dotar o mercado das necessárias pré-condições de eficiência.

Define-se como mercado eficiente aquele em que um grande número de compradores e vendedores reagem através de mecanismos que conduzem o preço dos valores mobiliários a refletirem as informações disponíveis sobre as companhias emissoras. O nível de eficiência do mercado está associado à velocidade de reação dos preços dos valores mobiliários às informações divulgadas. Um sistema de informações deficiente possibilita acesso privilegiado e eventuais retornos extraordinários para alguns, em detrimento dos menos informados. Efeitos danosos também advêm do tempo de que o sistema precisa para disseminar a informação no mercado, possibilitando o acesso de alguns a certos dados antes de sua divulgação ampla. O que se deseja, na realidade, é um mercado onde a competição ocorra na interpretação das informações disponíveis e não na tentativa de ter acesso privilegiado a elas.

As exigências da CVM em relação à disseminação de informações estarão baseadas nas seguintes considerações:

a) Todo o sistema de divulgação destina-se a servir direta ou indiretamente ao investidor individual.

b) A CVM, como órgão regulador, buscará orientar a atualização sistemática dos métodos e procedimentos de informação ao público investidor, promovendo

estudos, pesquisas e levantamentos junto à comunidade do mercado de valores mobiliários no que concerne a:

- fatores determinantes e procedimentos empregados nas decisões dos investidores;
- informações utilizadas, suas fontes e condições de acesso;
- dificuldades encontradas na interpretação e utilização de informações;
- sugestões para aperfeiçoamento do sistema.

c) Ao estabelecer exigências adicionais às previstas em lei quanto à forma de disseminar informações, a CVM procurará atingir um balanceamento adequado entre os benefícios para os investidores e os ônus para as companhias e os agentes de mercado, seja pelo alto custo de obter ou difundir os dados, seja por outros fatores.

IV. CONCEPÇÃO DE REGISTRO

1. Diretrizes

Abrem-se duas grandes opções para a ação do órgão regulador, partindo-se do pressuposto de que as forças de mercado e os interesses particulares não são suficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente. A primeira é a de este órgão determinar quais as companhias elegíveis para a captação de recursos junto ao público, a partir de sua própria análise das informações por elas fornecidas, expondo aos interessados as razões que nortearam sua decisão. A segunda, escolhida pela CVM, é a de não exercer tal julgamento de valor, zelando apenas pelo fornecimento adequado de informações, por parte das companhias, ao público investidor. Este, com base nos elementos colocados a sua disposição, tomará a decisão de adquirir ou não valores mobiliários por elas emitidos.

A diretriz básica que orienta esta opção é a de exigir o encaminhamento de certas informações para registro junto ao órgão regulador, que, por sua vez, estabelece sistemas diretos e indiretos para fazer com que tais informações estejam disponíveis publicamente. Paralelamente, a entidade reguladora exige alguns compromissos por parte das companhias que captaram recursos no mercado, prevendo a manutenção de um determinado fluxo de informações para os investidores atuais e potenciais.

As exigências da CVM por ocasião do registro serão norteadas por essa diretriz básica quanto à divulgação de informações e ainda pelas seguintes considerações:

a) A sistemática de registro estabelecerá os elementos mínimos de informação com base nos quais decisões de investimento possam ser adequadamente tomadas.

b) Ao autorizar a negociação de determinado valor mobiliário através da concessão do registro, a CVM não garante o sucesso da empresa emissora nem a conduta ética ou a capacidade técnica dos administradores. Nesse sentido, o sistema de divulgação de informações serve apenas como proteção para os investidores, não se constituindo em atestado de qualidade dos empreendimentos. O uso da informação e a decisão de comprar ou vender um valor mobiliário cabe a cada indivíduo. Evidentemente, a CVM considerará o estágio em que o mercado brasileiro se encontrará a cada momento, criando algumas salvaguardas para minimizar as possibilidades de fornecimento de informações inverídicas ou ambíguas.

c) A implementação do sistema de divulgação de informações poderá ser feita por normatização específica, por princípios gerais de regulação e pelo aproveitamento dos usos e costumes vigentes no mercado. A flexibilidade do sistema dependerá do grau de utilização desses três procedimentos.

d) O propósito da regulação específica sobre o registro é o de prover uma certa proteção ao investidor, inclusive através da verificação da legitimidade da emissão de valores mobiliários e da legalidade dos atos societários que lhe deram origem, sem, porém, impedir o mercado de funcionar adequadamente, contrabalançando os direitos do investidor e as obrigações dos emissores e demais agentes de mercado.

2. Mercado Primário e Mercado Secundário — Implicações para uma Política de Divulgação de Informações

A CVM decidiu que sua política de divulgação será formulada de molde a atender tanto ao mercado primário quanto ao secundário, combinando as informações destinadas a ambos. Os instrumentos voltados para essa finalidade — registros — serão distintos, tendo-se, contudo, o objetivo de torná-los complementares.

Esta decisão foi precedida do estudo de procedimentos adotados em outros países, onde se nota grande ênfase no fornecimento de informações para o mercado primário, quando do lançamento de novas emissões. Duas são as principais razões para isso. A primeira fundamenta-se na relevância econômica de novas emissões para as companhias, dado que visam a sua capitalização. A segunda baseia-se nas diferenças de posições entre compradores de valores mobiliários nos mercados primário e secundário. O investidor, no primeiro caso, está sujeito a uma intensa pressão, devida a um esforço de venda consideravelmente maior: intermediários são mais bem remunerados, emissões são colocadas com certa rapidez, esforços especiais e propaganda são empregados, etc. Em consequência, costuma-se exigir, por ocasião do registro, o lançamento de um prospecto contendo informações que assegurem ao investidor um conhecimento detalhado das características do investimento que lhe é proposto.

Contudo, observa-se que, por mais substanciais que possam ser os volumes de recursos canalizados para as companhias através de emissões no mercado primário

rio, esses recursos, em geral, não são significativos, quando comparados com os valores negociados no mercado secundário. Esta constatação tem implicado na necessidade de elaboração de normas obrigando as companhias à divulgação de informações para os investidores nesse mercado.

As necessidades de informações aos dois mercados, primário e secundário, têm sido supridas, em outros países, pela instituição de registros separados, gerando complicações desnecessárias, redundâncias e outros inconvenientes, devido à ausência de compatibilidade entre eles.

O ordenamento jurídico adotado no Brasil permite à CVM evitar tais inconvenientes, instituindo registros que, embora distintos, caracterizem-se pela complementaridade das informações que contêm.

3. Tipos de Registro

a) Registro de companhia para negociações em Bolsa ou Balcão

Destina-se a prover a base de informações ao mercado secundário, devendo constituir-se, por princípio, num sistema contínuo de revelação de informações. Através desse registro, que será anualmente atualizado pelas companhias, os investidores poderão dispor dos elementos necessários à tomada de decisão. Além da revisão anual das informações básicas, as companhias divulgarão periodicamente certos dados e ainda indicarão os fatos relevantes ocorridos nos seus negócios capazes de influir, de modo ponderável, na decisão de investidores de vender ou comprar valores mobiliários por elas emitidos.

b) Registro de emissão primária

Refere-se a informações que devem ser divulgadas por ocasião de novas emissões de valores mobiliários. Constitui-se de um conjunto de dados sobre a emissão em si, sobre os valores mobiliários a serem oferecidos e suas características, etc. Para a tomada de decisão consciente, os potenciais investidores contarão, além dessas informações, com outras referentes à companhia emissora, com base no registro atualizado para negociação em Bolsa ou Balcão. Assim, ambos os registros caracterizam-se como complementares, permitindo maior velocidade no lançamento de títulos e unificando o sistema de divulgação.

c) Registro de distribuições secundárias

Destina-se a prover informações, em certas situações, de distribuição de valores mobiliários no mercado secundário, caracterizadas, seja por se tratar de um lote substancial de títulos, cuja origem leve o investidor a necessitar de maiores esclarecimentos, seja pela forma que se pretenda adotar para sua colocação junto ao público. Dada a existência de um registro atualizado sobre a companhia, cabe apenas prover informações sobre a distribuição em si. A exigência desse registro será efetivada gradualmente, à medida que for solicitado pelas condições vigentes no mercado.

d) Registro de operações especiais

Destina-se a oferecer informações específicas, a serem exigidas em situações tais como: ofertas públicas de aquisição de controle; permuta de valores mobiliários em decorrência de incorporações, fusões, cisões, etc.; fechamento de capital; recompra de valores mobiliários pela própria companhia, etc. Como o registro de companhia já provê grande parte das informações consideradas necessárias, a normatização pela CVM será gradativa, iniciando-se pelas operações que ocorrem com maior freqüência no mercado.

e) Registro de operações de "insiders"

Compreende as obrigações de registro de informações relativas a operações específicas realizadas por investidores que detenham posições privilegiadas no que toca ao acesso ao conhecimento de fatos que possam influir, de modo ponderável, na cotação de valores mobiliários.

f) Registro de informações relativas ao uso do poder de voto

Destina-se a prover informações que contribuam para o exercício consciente do poder de voto por parte dos investidores, estabelecendo as informações que devam ser apresentadas em casos de pedidos de procuração e em outras situações onde cabe aos acionistas votar em assembléia.

g) Outros tipos de informação

Abrangem as diversas informações sobre as negociações no mercado de valores mobiliários, tais como preços, volumes e outros dados, parte dos quais, por usos e costumes estabelecidos, já vêm espontaneamente sendo fornecidos ao público investidor.

POLÍTICAS DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

POLÍTICAS DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

A – REGISTRO DE COMPANHIA PARA NEGOCIAÇÃO EM BOLSA E BALCÃO

1. FINALIDADE

Destina-se a reunir um conjunto de informações sobre a companhia emissora de valores mobiliários e dispor sobre a disseminação desses dados, de forma a propiciar ao público o acesso aos elementos mínimos de informação, continuamente atualizados, com base nos quais decisões de investimento possam ser adequadamente tomadas.

Dada a importância de um adequado nível de informações ao mercado, a Lei n.º 6.404 torna o registro de companhia obrigatório para que os valores mobiliários de sua emissão possam ser negociados em Bolsa ou Balcão.

A idéia principal desse registro é regular a base das informações ao mercado, devendo constituir-se, por princípio, num sistema contínuo de revelação de informações sobre as companhias abertas. Complementa ainda os demais registros requeridos pela CVM.

O registro implica não só no fornecimento de documentos e informações à CVM, como também na assunção de certos compromissos por parte da companhia. Compõe-se do seguinte conjunto:

- a) Registro inicial necessário à admissão dos valores mobiliários de uma companhia a negociações no mercado, seja em Bolsa, seja em Balcão.
- b) Atualização anual das informações.
- c) Informação trimestral de certos dados.
- d) Eventual comunicação das empresas sobre os fatos relevantes ocorridos nos seus negócios capazes de influir, de modo ponderável, na decisão de investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários por elas emitidos.
- e) Compromisso da companhia emissora de atender a exigências da CVM quanto ao fornecimento de informações, sua disseminação, etc.
- f) Nomeação pela companhia de diretor responsável perante os acionistas, o mercado e a CVM.

A periodicidade de atualização do registro, a obrigação da divulgação trimestral de certos dados e a exigência da pronta revelação de fatos relevantes materializam a idéia de se ter um sistema contínuo de informações. Isto permitirá que as cotações dos valores mobiliários reflitam, constantemente, a interpretação das informações assim tornadas disponíveis.

2. CONDIÇÕES PARA REGISTRO

De início, a CVM não condicionará o registro de uma companhia para negociação a pré-requisitos relativos às empresas ou à circulação de seus valores mobiliários. Os únicos pré-requisitos demandados serão de natureza informativa, visando a atender às necessidades do mercado quanto a informações mínimas para a tomada das decisões de investir, de votar e de se fazer representar em assembléias de companhias abertas.

A CVM por ocasião do pedido de registro de companhia, evitará o deferimento do pedido de natureza meramente formal que tem por finalidade tão-somente permitir a determinados grupos empresariais, os benefícios decorrentes de incentivos fiscais, relativos à condição de Companhia Aberta.

O primeiro registro de companhia estará vinculado a um registro de emissão pública, salvo se as ações da companhia já tiverem dispersão expressiva na época da Resolução 436, de 20 de julho de 1977, do Conselho Monetário Nacional.

O registro na CVM qualificará automaticamente os valores mobiliários da companhia para negociação em Balcão. Já a fixação das condições para que a companhia possa ter seus valores mobiliários negociados em Bolsa depende tanto da CVM, que estabelecerá os mencionados critérios mínimos (idênticos aos para negociação em Balcão), quanto das Bolsas, que poderão estabelecer requisitos e exigências adicionais. Para a negociação em Bolsa a companhia deverá ainda apresentar à CVM documento comprovando seu registro numa Bolsa de Valores.

A companhia terá, portanto, livre arbítrio na escolha do mercado onde seus títulos serão negociados, necessitando apenas obter seu credenciamento no mesmo.

De parte da CVM não haverá, portanto, diferenciação de informações necessárias para o registro em Bolsa ou Balcão. Quanto às várias Bolsas de Valores, com base nos princípios de auto-regulação, a CVM manterá a delegação para que estabeleçam, individualmente, pré-requisitos adicionais para registro de companhias.

Há três classes de pré-requisitos que as Bolsas de Valores podem estabelecer para a concessão de seu registro. São eles:

a) Pré-requisitos estruturais, tais como:

— capital mínimo; — rentabilidade passada; — política estatutária de dividendos; — desempenho passado no que toca à distribuição de dividendos; — propriedade do controle.

b) Pré-requisitos quanto à potencialidade de circulação de valores mobiliários, tais como:

— condições de pulverização do capital ou de cada classe de valor mobiliário: número de acionistas com mais do que determinada quantidade de ações; capital em poder do público; combinação entre os dois fatores antes mencionados; aumento gradativo de dispersão; número de acionistas; fatores geográficos, etc;

— características dos serviços prestados pela companhia a seus acionistas: existência de departamento de acionistas com certa capacidade mínima de atendimento, agente emissor, ação escritural, etc.;

— ação sem valor nominal;

— liquidez mínima.

c) Pré-requisitos de natureza informativa, tais como:

— informações adicionais às requeridas pela CVM;

— exigências especiais quanto à disseminação de informações: obrigatoriedade de envio de relatório anual a todos os acionistas nominativos e ao portador que se identificarem para esta finalidade, etc.

As Bolsas de Valores poderão ainda estabelecer, além desses, critérios especiais para cancelamento de registro. Recomenda-se que as Bolsas considerem a possibilidade de exigir o compromisso das companhias de obterem aprovação em Assembléia Geral antes de pleitear tal cancelamento.

Os critérios fixados pelas várias Bolsas poderão ser distintos. No que diz respeito às informações comuns exigidas das companhias pela CVM e pelas Bolsas de Valores, será feito um esforço no sentido de alcançar-se uma homogeneização, abrangendo inclusive alterações de registro, dados adicionais, etc.

Caberá à CVM fixação de pré-requisitos adicionais cumulativos para as companhias que desejarem ter seus valores mobiliários admitidos para negociação em mais de uma Bolsa, a fim de manter um mínimo de visibilidade no mercado.

A CVM considera prematuro que o registro das Bolsas se restrinja a uma espécie ou classe de títulos, devendo, portanto, compreender forçosamente todos os valores de emissão passada ou futura da companhia.

Não serão fixados pré-requisitos adicionais aos estabelecidos pela CVM para a admissão no mercado de Balcão salvo eventual taxa de registro.

3. INFORMAÇÕES A SEREM PEDIDAS NO REGISTRO

Os dados que a CVM solicitará por ocasião do registro vincular-se-ão estritamente aos objetivos do sistema de divulgação de informação, conforme os princípios estabelecidos pelo órgão regulador, atendendo às diretrizes para o estabelecimento de padrões de informações.

Pretende-se obter a maior utilidade possível da informação para os investidores, evitando-se custos demasiadamente elevados para as companhias.

Além de procurar continuamente aperfeiçoar o conjunto de informações que as companhias abertas brasileiras já vêm prestando ao mercado, a CVM define as presentes políticas, com relação aos seguintes tópicos:

a) Registro conforme tipo de empresa

A CVM reconhece que as informações necessárias podem variar conforme o setor de atividades das companhias.

De início, a CVM exigirá o fornecimento daquelas informações julgadas essenciais para o conhecimento adequado das operações de qualquer empresa, independentemente de seu ramo de atividade.

Posteriormente, serão desenvolvidos modelos de registro contendo informações que permitam maior entendimento da companhia, conforme o setor ou setores onde opera. A CVM procurará, na medida do possível, padronizar as informações que venha a solicitar, recorrendo aos órgãos governamentais que supervisionam o exercício de atividades e às associações de classe interessadas, quando julgar necessária a inclusão de informações relativas a um determinado setor.

b) Informações para debenturistas

A CVM não fará nenhuma distinção de tratamento quanto a informações no registro de companhias que apenas coloquem debêntures junto ao público. Apenas o registro de emissão, como será visto posteriormente, será diferente.

Na atualização do registro das companhias que tenham debêntures em circulação, certas informações sobre a emissão desses títulos deverão ser fornecidas.

c) Projeções

A CVM entende que projeções constituem um tipo de informação altamente sofisticada e, embora se trate de algo valorizado e desejado pelo mercado, fazem parte de um estágio avançado do processo de divulgação, uma vez que investidores menos avisados tenderão sempre a atribuir peso e validade excessivos a previsões elaboradas pelas companhias.

A não ser nos casos em que a Lei aconselha o uso de projeções, a posição da CVM será de neutralidade, não as incluindo, no atual estágio, no conjunto de informações mínimas obrigatórias para o mercado.

A CVM, de acordo com o que lhe é facultado pela Lei n.º 6.404, exigirá projeções ou estudos de viabilidade econômico-financeira nos seguintes casos:

- na constituição de companhia por subscrição pública (Art. 82 § 1.º);
- quando a companhia estiver empreendendo projeto de expansão que requeira um aporte de recursos substancial em relação ao seu patrimônio líquido (Art. 170 § 6.º);
- em outras situações em que a divulgação de projeções seja fundamental para nortear a decisão dos investidores (Art. 170 § 6.º).

Nesses casos as projeções deverão ser objeto de acompanhamento ou revisão quando da atualização dos registros da companhia.

Nos demais casos, caberá às companhias decidir sobre a divulgação de suas projeções ao mercado, de acordo com a seguinte orientação:

- a companhia que voluntariamente vier a divulgar suas projeções ao mercado não poderá deixar de fazê-lo periodicamente; a razão básica para isso é que, uma vez apresentadas projeções, estas devem ser divulgadas mesmo para períodos em que as expectativas da empresa forem menos favoráveis; o mesmo se aplica quanto à divulgação pela companhia de comentários sobre expectativas de lucros futuros;
- as projeções devem ser objeto de acompanhamento na atualização dos registros da companhia;
- as hipóteses com base nas quais as projeções foram feitas devem ser obrigatoriamente divulgadas;
- cabe aos administradores das companhias selecionar os itens a serem projetados e definir os prazos das previsões, uma vez que conhecem melhor do que terceiros os aspectos considerados relevantes para a avaliação do futuro de suas organizações;
- sempre que a companhia tiver sólidos motivos para acreditar que suas projeções não têm mais validade, deverá notificar isto ao mercado, apresentando as razões e revendo os dados;
- sempre que acionistas ou terceiros, considerados prejudicados, apresentarem sérias razões indicando que projeções foram preparadas de má fé ou sem base razoável, caberá à companhia o ônus de provar que tal não ocorreu.

d) Análise gerencial

Trata-se da apreciação pelos administradores dos principais fatos que ocorreram na empresa, seus resultados e os principais pontos sujeitos a mudanças. É um esforço para permitir ao investidor apreciar a qualidade dos lucros. Focaliza fatos e contingências conhecidas pela administração e que levam os demonstrativos contábeis da empresa a não serem um bom indicador de seus potenciais resultados futuros.

A análise gerencial é informação de nível sofisticado, cuja divulgação a CVM pode, no futuro, recomendar, como parte do relatório anual das companhias.

e) Política de dividendos

Para a CVM é fundamental que as companhias revelem ao mercado sua política de distribuição de resultados da forma mais clara possível, incluindo as condições que possam levar a um aumento ou diminuição nos dividendos considerados normais. Da mesma forma, deverão ser abrangidos os lucros distribuídos sob a forma de ações.

f) Planos da empresa

Constituem outro elemento necessário para a avaliação dos valores mobiliários emitidos pelas companhias. Incluem expansões previstas, que servem de indicador importante quanto aos planos da administração e os recursos que a empresa poderá tomar. Fazem parte das informações mínimas exigidas pela CVM.

Cabe não apenas divulgar o plano inicial como também seu andamento, principalmente com relação aos itens referentes a orçamento de capital, esquema geral de obtenção dos recursos e prazos de execução.

g) Estrutura de capital

Embora a CVM não trate esta informação como obrigatória, recomenda às companhias que divulguem a relação entre recursos próprios e de terceiros que consideram adequada e que tenderão a praticar, tanto a curto quanto a longo prazo.

h) Informação por segmento ou linha de produto

Este é um problema inerente à empresa diversificada, onde a CVM futuramente poderá considerar a necessidade de requerer informações quantitativas sobre as diversas linhas de produto de cada segmento da empresa que represente no mínimo uma certa percentagem do seu volume de vendas. A questão a ser examinada é se, para a compreensão e avaliação de uma organização, é preciso saber o detalhamento de certos dados tais como receitas e lucros por segmento relevante. Assinale-se que em outros países este dado é considerado da maior

importância, já que as perspectivas de crescimento, lucratividade, risco, etc., de cada área das grandes organizações tendem a ser diferentes. As objeções mais encontradas são: alocação arbitrária de custos, que depende do tratamento contábil utilizado, o qual até certo ponto pode ser questionado; a idéia de que a administração deve ser julgada por resultados globais; o perigo de empresas concorrentes aproveitarem-se das informações, assim como clientes, fornecedores e até o próprio governo; o fato de a empresa grande deixar de informar sobre uma certa linha de produtos que para ela não é relevante (mesmo sendo substancial em volume), enquanto que, para outra empresa, menor, esta linha pode ser fundamental; assim a pequena informa à grande, sem reciprocidade.

Essas informações não farão parte do conjunto exigido pela CVM. Caberá às Bolsas solicitá-las, quando julgarem conveniente estabelecer parâmetros em função dos quais deverão ser fornecidas pelas empresas.

i) Informações ambientais ou sociais

A CVM apenas exigirá a revelação de assuntos de natureza ambiental ou social quando estes forem considerados relevantes para decisões de investir e votar em assembléia, ou exigidas pelas Leis e Regulamentos em vigor no país. Nos demais casos, recomenda-se que as empresas dêem conhecimento a seus acionistas de seus projetos nestas áreas.

j) Informações sobre pedido de procuração e para acionista exercer direito de voto em assembléia

Dado que no caso brasileiro a existência de sociedades pulverizadas sem acionista controlador constituem uma quase exceção, a CVM, neste início de atividade, não dará prioridade a este tópico, embora reconheça sua importância. Na medida em que aumente a dispersão de propriedade das companhias, tais informações passarão a ser essenciais.

4. DISSEMINAÇÃO DAS INFORMAÇÕES CONTIDAS NO REGISTRO DE COMPANHIA PARA NEGOCIAÇÃO EM BOLSA E BALCÃO

Do ponto de vista de sua disseminação, de um modo geral, as informações sobre as companhias podem ser assim divididas:

a) Informações oriundas das companhias:

- exigidas por lei para divulgação;
- exigidas pela CVM através do registro;
- exigidas pela CVM para divulgação direta ao mercado;

- exigidas pelas Bolsas;
- exigidas por outros órgãos;
- fornecidas espontaneamente.

b) Informações dos intermediários sobre as companhias.

c) Informações sobre as companhias resultantes do trabalho de entidades especializadas em disseminar informações.

Pelo princípio de que todo o sistema de divulgação destina-se a servir direta ou indiretamente ao investidor individual, é importante que este tenha fácil acesso às informações disponíveis.

As informações fornecidas por intermediários e entidades especializadas costumam estar ao alcance do público, e o próprio sistema legal, por sua vez, já dispõe sobre a disseminação de certos dados, através da exigência de sua publicação em jornal de grande circulação.

Quanto às informações coletadas pela CVM através do registro, serão colocadas à disposição dos interessados. Para isso, a CVM está estudando formas de atendimento ao público que procurar o órgão regulador para obtê-las.

O órgão regulador poderá ainda determinar que as companhias abertas responsabilizem-se diretamente pela disseminação de dados adicionais aos já contemplados pela Lei n.º 6.404.

Com o desenvolvimento de entidades especializadas em disseminar informações, as exigências do órgão regulador poderão ser modificadas, sempre considerando o objetivo de atingir um balanceamento adequado entre os benefícios para os investidores e os ônus para as companhias, dado principalmente o custo de divulgar informações diretamente.

Cada Bolsa de Valores poderá estabelecer seus próprios padrões de exigências quanto a este ponto, conforme as necessidades do mercado a que serve.

A CVM encara este desenvolvimento como natural e gradual, trazendo como conseqüência a formação de mercados mais acessíveis às empresas menores, onde as demandas informacionais serão similares às mínimas exigidas pelo órgão regulador, convivendo com mercados mais complexos onde os requisitos tenderão a ser substancialmente maiores.

Caberá a companhia efetuar seu registro no mercado que considerar mais apropriado para si, eventualmente começando pelos mais simples até atingir um ponto em que se justifique a negociação de seus valores mobiliários nos mais complexos.

A CVM acredita que as diferenças entre os vários mercados serão muito mais significativas com relação à disseminação de dados do que quanto ao tipo de informação adicional àquela já exigida pelo órgão regulador. Esta observação baseia-se no que vem ocorrendo em outros países, onde, por exemplo, as principais Bolsas exigem o envio de relatório anual das companhias a todos os acionistas nominativos e ao portador identificados, a publicação de resumos trimestrais de suas atividades e dos relatórios dos agentes fiduciários, para o caso de emissão de debêntures, pareceres especiais de auditoria, etc.

Finalmente, cabe mencionar questões referentes a sigilo. Em princípio, todas as informações constantes do registro de negociações serão publicamente disponíveis. No entanto, a Lei n.º 6.404, em seu Artigo 157 § 5.º, faculta aos administradores recusarem-se a prestar informações, ou deixar de divulgá-las, se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Nesses casos caberá a CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informações e, se for o caso, responsabilizar tais administradores.

Com relação às informações obrigatoriamente exigidas nos formulários dos vários registros, caberá sempre à CVM a decisão final quanto à dispensa da divulgação de algumas delas, a pedido dos administradores das companhias e sem isentá-los de qualquer responsabilidade. Tal dispensa será necessariamente transitória. Este é um dos poucos casos em que o órgão regulador julgará sobre o mérito e a necessidade de revelação de informações no interesse público e para a proteção do investidor.

5. O PROBLEMA DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS

Um ponto importante de regulação é a definição de se pequenas e médias empresas devem estar sujeitas aos mesmos requisitos de divulgação de informações que companhias de maior porte.

Um argumento básico é que os custos para elas são proporcionalmente maiores e menos toleráveis, e que, dado o interesse mais limitado de investidores sobre essas empresas, devem ser tentadas outras formas de satisfazer tais necessidades.

A posição da CVM é a de que o mercado necessita de um mínimo de informações para tomar uma decisão consciente. Tal mínimo independe do porte da companhia aberta. A partir deste nível de informações, conforme o tipo de mercado em que os valores mobiliários das companhias serão negociados, são feitas exigências adicionais em termos de divulgação e disseminação de dados. Cabe à companhia escolher aquele que lhe seja mais adequado.

Esta posição é a que mais se coaduna com os princípios de proteção dos interesses dos investidores. Resta saber se ela fornece uma alternativa de capitalização

razoável para empresas de menor porte. Para avaliar esta situação a CVM fará realizar estudos compreendendo:

- levantamentos dos custos de divulgação de informações, sua disseminação e outros, vinculados às companhias abertas;
- alternativas de capitalização disponíveis no país para empresas de menor porte, abertas e fechadas, incluindo: possibilidades de lançamentos privados; existência de sociedades dispostas a investir capital de risco em pequenas e médias empresas; recursos de capital substitutivos ao mercado, etc.

Com base nesses levantamentos, a CVM estará em condições de aferir melhor a natureza do problema e, se necessário, propor novos mecanismos.

6. INFORMAÇÕES TRIMESTRAIS

Trata-se de uma atualização trimestral de alguns itens do registro, uma forma resumida de divulgar determinados fatos da companhia. Complementam o registro, transformando-o numa fonte mais contínua de informações.

Por ocasião do registro de companhia, esta assume o compromisso de apresentar à CVM, respeitados certos prazos, as informações trimestrais exigidas pelo órgão regulador. Tais dados fazem ainda parte do prospecto por ocasião de registro de emissão. Constituem-se basicamente de:

- resumo de balanço e demonstração dos resultados do último trimestre fiscal e do total acumulado no ano, sem o parecer de auditoria;
- outros dados eventualmente selecionados que sejam fundamentais para indicar a evolução dos negócios da companhia, conforme instrução específica da CVM.

Desta forma, demonstrações financeiras semestrais não farão parte das exigências da CVM, ficando ao critério das companhias a sua apresentação, a menos que haja outras obrigações legais que as requeiram. Balanços provisórios, conforme previstos no § 2.º do Artigo 7.º da Lei n.º 5.589, de 3 de julho de 1970, passam a ser substituídos pelo conjunto de informações relativas ao último trimestre fiscal.

A CVM não exigirá das companhias a disseminação das informações trimestrais, além de sua remessa à CVM. Esta dependerá portanto dos critérios estabelecidos pelas várias entidades auto-reguladoras.

Por outro lado, a CVM encorajará a maior difusão possível dessas informações e fará recomendações no sentido de evitar que atinjam apenas alguns segmentos

do mercado, tornando-os privilegiados (exemplo: informações só para acionistas, sem abranger potenciais investidores).

7. PROCEDIMENTOS DE REGISTRO

O registro de companhia precede a admissão para negociação de valor mobiliário de sua emissão em Bolsa ou Balcão. Sua efetividade dependerá de critérios estabelecidos pela CVM.

Cabe à companhia requerer seu próprio registro.

A responsabilidade sobre as informações prestadas nesse registro é da companhia, que poderá se utilizar do direito de regresso contra os profissionais eventualmente por ela contratados para participar na elaboração dos dados fornecidos e contra terceiros, tais como acionistas controladores, que não tenham respeitado compromissos assumidos publicamente no registro.

A aceitação do registro de companhia pela CVM não implica, portanto, em garantia de veracidade das informações ou do sucesso do empreendimento.

A CVM estabelecerá prazos para a prestação das informações e atrasos na atualização dos dados poderão acarretar penalidades para a companhia e divulgação ao mercado da penalidade aplicada. Cabe à companhia, se o desejar, punir os administradores responsáveis pelo fato.

As companhias, por ocasião do registro, deverão indicar diretor responsável perante a CVM e o mercado, eventuais alterações devendo igualmente ser comunicadas à CVM.

A CVM cobrará uma taxa das companhias, pelo registro. Da mesma forma, pelos serviços de fornecimento de cópias das informações prestadas ao órgão regulador será cobrada taxa aos usuários.

Durante a fase inicial de seu funcionamento, a CVM não está contemplando isenções de registro nem concessão de registros simplificados ou resumidos, seja em função do porte da empresa seja porque esta já tenha sofrido análise por outro órgão governamental.

O cancelamento do registro na CVM obedecerá aos princípios expressos na Instrução n.º 03 da CVM, de 17.08.78.

A CVM não suspenderá registros de companhias, evitando assim acarretar prejuízos a seus acionistas minoritários.

O cancelamento do registro em Bolsa dependerá dos padrões estabelecidos pelas mesmas e aprovados pela CVM. Não implica em fechamento de capital da com-

panhia, que passará a ter seus valores mobiliários negociados no Balcão, ou em outras Bolsas onde eventualmente continue registrada.

8. RELATÓRIOS DA ADMINISTRAÇÃO

O Relatório da Administração é uma forma de comunicação aos acionistas sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício que são de seu interesse, e que não se confunde, entre outros, com o Relatório Anual. Deve ser colocado à disposição dos acionistas, juntamente com as demonstrações financeiras e o parecer dos auditores independentes, até um mês antes da data marcada para realização da Assembléia Geral Ordinária. Aos acionistas que pedirem por escrito, será enviada cópia e, até 5 dias antes da Assembléia, o documento deve ser publicado (Lei n.º 6.404, Art. 133).

A CVM entende que este relatório, através do qual a companhia presta conta de suas atividades, é um instrumento poderoso de informação ao público investidor.

A CVM, no estágio atual, não fará exigências quanto ao Relatório da Administração, cabendo à companhia a escolha das informações que dele devam constar. A CVM não fiscalizará o conteúdo dos Relatórios da Administração, exigindo apenas que lhe seja enviada uma cópia, que ficará à disposição dos interessados, juntamente com as demais informações prestadas pela companhia.

A CVM oportunamente fornecerá orientação sobre o Relatório da Administração; entre os pontos que julgam mais relevantes, destacam-se:

- a) Um esclarecimento quanto ao objetivo maior do documento, que é o de informar o público investidor, sem prejuízo de outras finalidades, tais como atingir clientes, fornecedores, credores, etc.
- b) Uma relação de assuntos de natureza geral que, no entender do órgão regulador, poderão constar do relatório, sem tirar a flexibilidade da administração das companhias de se comunicar com seus acionistas.
- c) Outros aspectos, tais como: simplicidade de linguagem para torná-lo mais acessível; utilização do relatório para fazer prognósticos sobre o futuro; revelação de planos da companhia, etc.

9. EDITAIS DE CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLÉIAS

A CVM adotará a política de exigir que as companhias explicitem com clareza a natureza dos assuntos a serem tratados em assembléia.

A preocupação principal é a de permitir que o acionista seja informado sobre decisões que serão tomadas nas assembleias, não sendo satisfatória, por exemplo, a simples menção do número do artigo do estatuto que será submetido a uma revisão, ou outras formas pouco claras de divulgação das matérias a serem postas em votação.

10. PROPOSTAS DE DIRETORIA OU DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO À ASSEMBLÉIA GERAL DE ACIONISTAS

A CVM enfatizará a importância de as companhias colocarem à disposição dos acionistas interessados as propostas da diretoria quanto às matérias a serem tratadas nas assembleias.

Da mesma forma, a CVM zelará para que os pedidos de procuração satisfaçam as exigências legais (Lei n.º 6.404, Art. 126 § 2.º), dando amplas condições para que os acionistas exerçam adequadamente seu direito de voto.

B – REGISTRO DE EMISSÃO

1. FINALIDADE

Destina-se a regular as informações a serem divulgadas por ocasião de novas emissões de valores mobiliários no mercado primário, através de subscrições.

No conceito da CVM, o registro de emissão é um procedimento simples que fornece aos investidores dados sobre os valores mobiliários a serem oferecidos, entre os quais se destacam suas características, volumes, preço, forma e locais de colocação, comissões de intermediação, agentes de colocação, etc.

Para que o investidor possa tomar uma decisão consciente, além das informações sobre a emissão propriamente dita, contará ele ainda com outras, referentes à empresa emissora, com base no registro atualizado de companhia para negociação em Bolsa e Balcão, além de outros dados considerados necessários. Procura-se, através desse sistema, acelerar o processo de lançamento de novos valores mobiliários para as companhias abertas que mantêm em dia as suas informações para o mercado, o que é possível devido à complementaridade existente entre os registros.

2. CONDIÇÕES PARA OBTENÇÃO DE REGISTRO DE EMISSÃO

a) Emissão privada

As subscrições podem ser privadas ou públicas. Em princípio, a emissão com subscrição privada não precisa ser registrada na CVM. Cabe apenas à companhia emissora informar ao órgão regulador, na mesma época em que se dirigir aos seus acionistas para notificá-los da decisão tomada pelo órgão societário competente quanto ao aumento de capital. Nas situações em que o registro de companhia para negociações em Bolsa e Balcão estiver desatualizado ou em que houver atraso no fornecimento de informações trimestrais, prejudicando a decisão dos acionistas, a CVM adotará o procedimento de sustar a emissão, impedindo a subscrição até que seja feita a regularização da situação.

No caso de a emissão não ser totalmente subscrita pelos acionistas, dois são os métodos de colocação das sobras: rateio entre os acionistas interessados e/ou leilão em Bolsa. Em qualquer dos casos é importante que a assembléia ou o órgão societário competente que deliberar sobre a emissão dos valores mobiliá-

rios pela companhia faça referência ao procedimento a ser adotado, para que acionistas e terceiros interessados saibam desde logo como se disporá de eventuais sobras.

A CVM não exigirá o registro para a colocação de sobras de emissão com colocação privada pelo método do rateio. O mesmo procedimento será adotado para os casos de venda de direitos de subscrição através de leilão em Bolsa, quando as sobras forem de valor relativamente pequeno em função do capital e/ou da percentagem dos valores mobiliários em circulação.

Já quando houver leilão de grandes volumes de sobras, a CVM entende que cabe uma divulgação de informações ao mercado, semelhante a um registro de emissão, cujo conteúdo será estabelecido em conjunto com as Bolsas de Valores. Tal divulgação deverá ser efetuada antes do leilão em Bolsa e após decorrido o prazo do exercício dos direitos de preferência pelos antigos acionistas.

b) Emissão pública

As emissões com subscrição pública, nas quais a colocação dos valores mobiliários é feita sempre através de instituição financeira, com exceção das subscrições feitas pelos acionistas no gozo do seu direito de preferência e do rateio das sobras entre os acionistas, estão sujeitas a registro na CVM.

Tal registro deve ser efetuado logo após a deliberação do órgão societário competente que tiver autorizado a emissão e antes do início do prazo de exercício do direito de preferência pelos antigos acionistas. Pela sua mecânica relativamente simples, isto será perfeitamente exequível, salvo quanto à apresentação de determinadas informações, tais como: contrato de "underwriting", prospecto, material publicitário, preço de emissão, etc. Estas poderão ser encaminhadas posteriormente à CVM.

3. INFORMAÇÕES A SEREM PEDIDAS NO REGISTRO DE EMISSÃO

Os dados que a CVM exigirá por ocasião do registro de emissão vincular-se-ão estritamente à emissão em si abrangendo: características dos valores mobiliários; volumes oferecidos por tipo e classe; forma e locais de colocação; comissão de intermediação; alterações na estrutura do capital da companhia; preço de emissão e sua justificativa; finalidade da emissão; estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, quando cabível, etc.

A CVM já tem definidas as seguintes políticas, com relação a emissões:

a) A CVM não entrará no mérito dos custos de intermediação, nem da remuneração de agentes fiduciários; porém exigirá que estes sejam apresentados com amplo destaque ao público investidor.

b) O registro independará do ramo de atividade da companhia.

c) As informações pedidas variarão de acordo com o tipo de valor mobiliário a ser emitido.

d) A CVM não exercerá julgamento de valor quanto ao preço de emissão.

e) A escritura de emissão de debêntures deverá dispor claramente sobre os deveres do agente fiduciário. O objetivo é zelar para que os termos da escritura dêem proteção adequada aos investidores, cabendo a estes cuidar para que esses termos sejam efetivamente aplicados.

A CVM contemplará, no futuro, a criação de um modelo de escritura padrão para uso geral, para servir de orientação àquelas encaminhadas ao órgão regulador para análise juntamente com o registro de emissão de debêntures. Tal modelo poderá conter cláusulas relacionadas com a apresentação de relatórios aos debenturistas pelo agente e pelo emissor.

Paralelamente, a CVM zelará para que tais agentes fiduciários tenham as qualificações estabelecidas pela Lei n.º 6.404, em seu Artigo 66 § 3.º, de forma que sejam independentes. Serão estabelecidos critérios desqualificadores daqueles que se colocuem em situação de conflito de interesse, pelo exercício de outras funções.

f) O registro de emissão para a constituição de companhia por subscrição pública exigirá maior grau de revelação de informações, abrangendo inclusive dados sobre a idoneidade dos fundadores e outros elementos necessários ao julgamento sobre a viabilidade do projeto.

g) O estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento será exigido nos seguintes casos:

- na constituição de companhia por subscrição pública;
- quando a companhia estiver empreendendo projeto de expansão que requeira um aporte de recursos substancial em relação ao seu patrimônio líquido;
- quando a companhia estiver emitindo valores mobiliários em fase de implantação de projeto;
- em outras situações, em que sua divulgação seja fundamental para nortear a decisão dos investidores.

4. DISSEMINAÇÃO DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS POR OCASIÃO DO REGISTRO DE EMISSÃO

As exigências da CVM quanto à disseminação de informações por ocasião de emissões variam conforme estas sejam distribuídas por subscrição privada ou pública.

No caso das emissões por subscrição privada as companhias deverão seguir a orientação contida na Lei n.º 6.404 quanto às publicações sobre: convocação da Assembléia Geral; Ata do Conselho de Administração propondo a emissão; fixação do preço pelo Conselho de Administração. Além dessas informações, os acionistas terão acesso permanente aos dados sobre a companhia fornecidos à CVM por ocasião de cada atualização do registro para negociação. No caso de valores mobiliários negociados em Bolsas de Valores, poderão estas entidades fazer outras exigências, tais como a obrigação de fornecer prospecto no caso de emissões de grande porte, etc.

Entende-se por “prospecto” um documento simples, resumindo as informações prestadas à CVM por ocasião do registro de emissão e da última atualização do registro de negociação, abrangendo as últimas informações trimestrais e os fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia após essa atualização de registro. Dada a existência de informações atualizadas sobre a companhia, a elaboração do prospecto fica facilitada, sem grande ônus adicional para a companhia emissora.

Após analisar alternativas, tais como a de permitir a existência de vários prospectos, entre os quais um resumido e simplificado de mais fácil compreensão para investidores menos preparados, a CVM estabeleceu as seguintes políticas com relação à disseminação de informações por ocasião do registro de emissão:

a) A CVM adotará um único modelo de prospecto, reunindo todas as informações necessárias.

b) A CVM aceita o uso de material publicitário, desde que este não desvirtue as informações contidas no prospecto. Assim, a CVM reconhece que um esforço de propaganda sadio é benéfico ao investidor, não devendo ser inibido ou impedido. Cabe, portanto, distinguir entre o que ajuda a tomada de decisão de investir e o que condiciona o mercado, tornando ineficiente a informação contida no prospecto, ou mesmo induzindo o investidor a erros de julgamento. Por esses motivos a CVM requererá, para apreciação, a apresentação prévia de todo material publicitário envolvendo a emissão.

c) Publicações feitas por intermediários destinadas a orientar o público investidor, apresentando um julgamento independente do daqueles que têm um objetivo de venda, serão também aceitas pelo órgão regulador, desde que se atendam aos princípios de regulação de mercado e ao código de ética dos órgãos autorreguladores.

d) Considerando que é fundamental que o prospecto chegue aos investidores antes da decisão de compra e que é aceitável que o esforço de vendas se inicie antes da aprovação final do registro, a CVM não fará restrições ao uso de um prospecto preliminar. As informações nele contidas, porém, deverão ser, neces-

sariamente, iguais às aquelas apresentadas à CVM para registro, e dele deverá constar ainda a indicação de que se trata de um documento preliminar.

Serão portanto proibidas as vendas feitas com utilização de instrumentos significativamente diferentes dos exigidos pelo órgão regulador.

e) O uso do prospecto preliminar, que na maioria dos casos tenderá a ser disseminado entre intermediários e investidores institucionais, estará vinculado a um período de espera para que se possam estudar as informações nele contidas. O objetivo é não levar o investidor a assumir compromissos definitivos sem poder antes analisar a qualidade de alternativa de aplicação que lhe está sendo oferecida.

Para proteger o investidor contra a pressão decorrente de um esforço organizado de colocação de valores mobiliários e atingir um certo grau de eficiência de mercado, durante o período de espera apenas serão válidas as solicitações de reserva de títulos para compra.

Após a aprovação do registro poderão ser feitas as confirmações de ordens de compra. Não caberão penalidades e outras sanções legais para eventuais cancelamentos. O período de espera cessará alguns dias após a data de aprovação do registro, permitindo a comparação entre o prospecto preliminar e o definitivo, sem impedir a antecipação do esforço de vendas.

f) O prospecto terá seu conteúdo dirigido aos intermediários e investidores dotados de maior poder de análise, destinando-se, através deles, ao investidor comum.

A existência do prospecto deverá ser amplamente divulgada, permitindo a todos os interessados a obtenção de cópias com facilidade. Os boletins de subscrição da emissão deverão conter um espaço para a assinatura do investidor confirmando ter tomado conhecimento da existência do prospecto e da forma de obtê-lo.

g) A responsabilidade pela disseminação do prospecto cabe à companhia e aos intermediários envolvidos na colocação junto ao público. A estes compete tomar as medidas necessárias para garantir a existência de um número adequado de cópias.

A CVM oportunamente fornecerá orientação nesse sentido, contemplando número mínimo de exemplares em função do volume e da forma de lançamento, datas até as quais o documento deve estar disponível, mecânica de distribuição do prospecto, incluindo a obrigatoriedade de prover pelo menos um certo número de cópias para cada participante e vendedor da emissão, etc.

h) A CVM poderá suspender a distribuição quando ficar constatado o uso indevido do prospecto, material publicitário, etc.

i) A CVM levará em consideração o balanceamento entre os custos para a companhia emissora e os benefícios para o público investidor, podendo conceder

isenções de uso de prospecto para emissões de menor vulto. Da mesma forma, analisará a possibilidade de aceitar o envio do prospecto às Bolsas e aos intermediários, em lugar da revelação especial de informações exigidas nos casos de leilão de direitos para grandes volumes de sobras.

j) Nos casos de distribuição pública de sobras de uma subscrição privada, caberá à companhia ou aos intermediários líderes da colocação a publicação de edital revelando o volume de sobras.

5. PROCEDIMENTO DE REGISTRO

O registro de emissão precede a colocação de valores mobiliários junto ao público. Sua efetividade depende de critérios estabelecidos pela CVM.

Cabe à companhia, através dos intermediários financeiros líderes da colocação, requerer o registro de emissão, no caso de oferta pública.

A responsabilidade primária sobre as informações prestadas no registro é da companhia. Os intermediários líderes da colocação são co-responsáveis, juntamente com a companhia. Cabe-lhes a reanálise das informações que estão sendo fornecidas ao público, inclusive daquelas constantes das atualizações do registro de companhia, a fim de verificar se são fidedignas e suficientes para uma tomada de decisão por parte de eventuais investidores.

Trata-se de uma espécie de chancela, dentro de limites razoáveis, por parte do intermediário. Esta é uma das razões por que a CVM estabeleceu que o pedido de registro de emissão para subscrição pública deve ser feito antes do início do prazo do exercício do direito de subscrição por parte dos antigos acionistas.

A aceitação do registro pela CVM não implica em garantia da veracidade das informações ou do sucesso do empreendimento.

A CVM estabelecerá prazos para se pronunciar acerca da concessão do registro. Quando houver uma diferença de tempo razoável entre a época de emissão e a última atualização do registro para negociação, a CVM poderá pedir à companhia que prepare informações adicionais, caso fatos materiais e significativos tenham ocorrido nesse lapso de tempo.

A CVM não tenderá a fazer restrições a emissões de pequeno porte.

A CVM, em vez de utilizar o procedimento de obrigar a rotulação pelas companhias de certas emissões como sendo especulativas e de alto risco, adotará o critério de, em todos os casos, exigir da companhia e do intermediário responsável que no registro e no prospecto realcem os fatores de maior risco do empreendimento.

A CVM adotará procedimentos especiais, podendo inclusive negar o registro, caso a companhia emissora não esteja observando dispositivo da Lei n.º 6.404.

Sempre que não houver a colocação da totalidade dos títulos referidos na emissão, de acordo com a Lei n.º 6.404, a CVM considerará o aumento de capital como tendo sido nulo. A razão básica dessa medida é que a emissão destina-se a prover recursos para permitir que o objetivo proposto seja alcançado. Cabe portanto dar aos acionistas o direito de reverem sua decisão.

A CVM não tenderá a autorizar a prorrogação do prazo de colocação da emissão.

A CVM cobrará uma taxa das companhias pelo registro.

Em princípio, a CVM não contemplará isenções de registro de emissão para subscrição pública, já que somente as companhias abertas poderão efetuar tais emissões, forçosamente já dispondo, portanto, do registro de negociação, que incorpora a maior parte das informações necessárias.

Quanto ao uso do prospecto, a CVM contemplará a concessão de isenções.

No futuro, serão examinados os procedimentos a serem adotados em alguns casos especiais tais como: emissões de debêntures garantidas pelo governo federal; títulos de obrigação e debêntures emitidas por empresas públicas, etc.

Quanto a colocações públicas de valores mobiliários que venham a restringir-se a um número reduzido de compradores, cujo objetivo seja o de permanecer com os títulos em carteira (o que tende a ocorrer principalmente nos casos de emissão de debêntures, seja com relação ao total da emissão, seja com relação a parcela não subscrita por acionistas, para as debêntures conversíveis), a CVM poderá futuramente desenvolver critérios especiais, desde que haja compromisso de não revendê-los no mercado.

Note-se que tais dispensas de exigências tenderão a ser meramente formais, pois tais compradores requerirão informações em grau equivalente ao normalmente exigido para o registro. Convém repetir que emissões privadas de debêntures de companhias abertas não exigem registro.

A eventual revenda desses títulos será objeto de regulação na parte referente a distribuições secundárias. Debêntures de companhias fechadas oriundas de uma colocação privada não poderão ser objeto de colocação pública.

Emissões de valores mobiliários no exterior, pela legislação vigente, não requerem registro na CVM e sim no Banco Central do Brasil. Se a companhia emissora tiver registro para negociação no mercado brasileiro, caberá revelar o fato aos acionistas, inclusive por ocasião da atualização desse registro. Para que esses títulos possam no futuro ser negociados no Brasil, entre outras medidas, é necessário fazer-se um registro de emissão secundária na CVM, conforme o disposto no Artigo 73 § 4.º da Lei n.º 6.404.

C – REGISTRO DE DISTRIBUIÇÕES SECUNDÁRIAS

1. FINALIDADE

Fornecer a potenciais investidores informações específicas sobre determinados tipos de distribuições de valores mobiliários no mercado secundário. De um modo geral trata-se de valores mobiliários já emitidos, que não se encontram em circulação no mercado.

Inicialmente, coube à CVM catalogar uma série de operações freqüentemente realizadas no mercado secundário, a fim de examinar a necessidade de exigir maiores informações, seja sobre a operação em si, seja sobre os valores mobiliários envolvidos e a companhia emissora, com a finalidade de dar maior proteção ao investidor. Assim, a CVM analisou vários casos, entre os quais se destacam:

- a) Revenda de grande bloco de títulos no mercado.
- b) Revenda de títulos no mercado de uma forma mais agressiva do que a simples entrega do valor mobiliário a um intermediário para venda (existência de comissão anormal, publicidade, etc.).
- c) Revenda de títulos no mercado conforme plano de vendas pré-estabelecido, ou outro tipo de esforço não habitual em transações no mercado secundário.
- d) Revenda de títulos que foram adquiridos numa emissão privada (sem portanto ter havido completa disseminação das informações sobre a emissão para o público investidor). À primeira vista isso ocorre com freqüência em emissões privadas feitas no país. O que destaca esta situação das demais é a possibilidade de a empresa fazer uma emissão privada, colocando-a no todo ou em parte com um grupo reduzido de pessoas ou instituições, motivadas pela intenção clara de posteriormente revender os títulos ao público sem efetuar registro na CVM.
- e) Revenda de títulos que foram adquiridos numa emissão pública, no mercado. Novamente, tem-se aqui uma situação rotineira entre as quais se encontram alguns casos que podem ser considerados peculiares. Entre eles destaca-se o do “underwriting” que, durante o prazo normal de subscrição, não consegue revender ao público os títulos para os quais deu garantia de colocação.
- f) Revenda ao público, por parte de acionista controlador ou grande acionista, de parcela de sua participação na empresa. O grande acionista tanto pode ser uma instituição financeira, um sócio que pretende sair do negócio ou nele

reduzir sua participação, uma agência governamental, ou mesmo uma instituição financeira, fundo de investimento, fundo de pensão, empresa seguradora, ou outro investidor institucional que resolva vender uma grande quantidade de ações.

Para traçar uma política consistente, com relação à indicação dos casos de distribuição secundária que requeiram maiores informações, visando a uma adequada tomada de decisão por parte dos investidores, a CVM tomou em consideração os seguintes fatores:

a) A mecânica de registro para negociação em Bolsa e Balcão por si só provê o mercado da maior parte das informações relativas a companhia emissora. Uma vez que só poderão ser feitas distribuições públicas, no mercado, de valores mobiliários de emissão de companhias abertas, isto é, que tenham registro de negociação na CVM, apenas caberia, em certas situações, exigir novos dados sobre a distribuição em si e sobre os títulos envolvidos.

b) A Lei n.º 6.385, em seu Artigo 19, determina que nenhuma emissão pública de valores mobiliários seja distribuída sem prévio registro na CVM. Define como atos de distribuição a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação do pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a eles equiparadas (acionista controlador e as pessoas controladas pela companhia, o co-obrigado nos títulos, as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por fim distribuir emissão de valores mobiliários – Artigo 15 da mesma Lei – e quem quer que tenha subscrito valores da emissão ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de colocá-los no mercado). Caracteriza a emissão pública no § 3.º e estabelece que esta só poderá ser colocada através do sistema previsto no Artigo 15, podendo a CVM exigir a participação de instituição financeira. Define a competência da CVM quanto à expedição de normas sobre a matéria, destacando-se entre elas: a faculdade de definir outras situações que configurem emissão pública para fins de registro ou sua dispensa, tendo em vista o interesse do público investidor, e o direito de fixar os procedimentos de registro e a especificação das informações que devam instruir seu pedido.

c) A importância, dada a complexidade da matéria, de evitar-se uma elevada quantidade de regras que eventualmente seriam excessivamente complexas para a fase atual do mercado brasileiro. Optou-se por regular apenas as situações cuja probabilidade de ocorrência seja mais acentuada, para, ao longo do tempo, considerarem-se outras, quando a necessidade de fazê-lo mostrar-se mais evidente.

d) O registro na CVM, em muitos casos, poderá perfeitamente ser substituído por informações fornecidas ao mercado através das Bolsas ou por publicações em jornais de grande circulação, desde que atendam a certos parâmetros indicados pelo órgão regulador.

2. CONDIÇÕES PARA REGISTRO DE DISTRIBUIÇÕES SECUNDÁRIAS

Será exigido o registro na CVM das distribuições secundárias praticadas pela companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas conforme disposto no Artigo 19 da Lei n.º 6.385.

Para definir um procedimento consistente com vistas a utilizar sua competência para definir outras situações em que um registro é desejável para a proteção do investidor, a CVM analisou várias operações, procurando agrupá-las segundo certos fatores e características, que poderiam indicar a necessidade de maior divulgação de informações. Entre essas características, três se destacam:

a) A origem dos títulos

Cabe lembrar que, no caso brasileiro, apenas são passíveis de negociação, no mercado, valores mobiliários emitidos por companhias abertas. Títulos de companhias fechadas, por Lei, só podem ser transacionados privadamente, sem que haja, portanto, a participação de intermediários.

Existem duas situações possíveis: distribuição de títulos oriundos de emissões públicas e distribuição de títulos oriundos de emissões privadas. No entender da CVM, exigir registro para todas as vendas de valores mobiliários, com exceção das que envolverem títulos originalmente adquiridos em emissões públicas ou no mercado secundário, significaria criar excessivos entraves burocráticos. Como em ambos os casos a companhia emissora terá que ser aberta, o mercado já dispõe das informações constantes do registro para negociação. A preocupação da CVM quanto à origem dos valores restringe-se aos casos em que a colocação altera a configuração de mercado do valor mobiliário. A origem em si não é portanto o fator decisivo para exigência de registro. Uma observação final diz respeito aos valores mobiliários em poder de fundos de investimento; para a CVM, transações com esses valores não são consideradas distribuições secundárias, uma vez que já fazem parte do mercado.

b) A distribuição em si

A posição da CVM é a de exigir o registro da operação todas as vezes em que, para a colocação dos valores mobiliários, forem empregados métodos distintos dos normalmente utilizados numa venda comum, lançando-se mão de técnicas de publicidade, comissões especiais, busca maciça de ordens de compra e outros esforços extraordinários. Nessas situações o investidor sofre uma pressão de venda, cabendo informações adicionais para sua proteção.

c) Venda de grande lote de valores mobiliários

Abrange as situações em que a quantidade dos títulos a serem negociados excede o volume que o mercado secundário está habituado a absorver em um período

de tempo limitado. Apenas quando a origem dos títulos for o próprio mercado esses casos não requerem registro, por não alterarem significativamente sua configuração. A idéia principal é a de que os preços dos valores mobiliários refletem condições normais de oferta e procura dos mesmos. Ao dar-se uma colocação de volume considerável de determinado valor mobiliário, varia fortemente a oferta, e o investidor necessita do conhecimento disto para poder posicionar-se. A CVM, ouvidas as Bolsas de Valores, estabelecerá critérios objetivos para determinar a quantidade de valores mobiliários postos à venda de uma só vez que considera consistente com uma negociação normal, definindo parâmetros, como porcentagem de títulos em circulação e volume de transações realizadas em determinado período, inclusive no que toca a vendas picadas ou diluídas.

Assim, além das situações definidas no Artigo 19 da Lei n.º 6.385, a CVM regulará os casos em que o método da distribuição em si acarrete pressões sobre os investidores e aqueles que envolverem grandes lotes de títulos cuja origem não seja o mercado. Inicialmente, apenas as situações cuja probabilidade de ocorrência seja mais acentuada serão consideradas, para efeitos de normatização, evitando-se o estabelecimento de uma quantidade de regras incompatível com a realidade e as dimensões do mercado brasileiro. Uma orientação geral será fornecida para os demais casos.

Cabe um comentário específico sobre as colocações de valores mobiliários envolvendo sobras de emissões primárias. Um dos fatores que caracteriza a emissão primária é o prazo de colocação. Durante este período, realiza-se o esforço de venda dos valores mobiliários, evitando-se ao máximo afetar o funcionamento do mercado secundário. Findo o prazo, termina a distribuição primária. A partir daí, no entender da CVM, qualquer distribuição pública passa a ser secundária; a CVM, portanto, evitará o procedimento de conceder extensões ou prorrogações do prazo de emissão, impedindo assim a existência de dois mercados em paralelo por longo período de tempo. Se os intermediários detentores das sobras pretenderem continuar com a colocação dos títulos, deverão fazer um registro complementar, informando ao público de como isto será feito, quais os volumes envolvidos, os prazos, etc.

Esta situação exige ligeiras alterações na atual mecânica de incentivos fiscais. A questão consiste em examinar, de comum acordo com a Secretaria da Receita Federal, se haveria incentivos fiscais equivalentes aos de uma subscrição para as pessoas físicas que adquirirem, em emissão secundária, os valores mobiliários oriundos de sobras de emissão primária e distribuídos pelo intermediário ("underwriter") após o término do prazo de colocação dessa emissão primária.

As principais conseqüências a analisar são:

— a tendência de haver dois preços de mercado para valores mobiliários de mesmo tipo e classe, dado o incentivo fiscal;

– uma eventual transferência do benefício fiscal da pessoa física para o intermediário;

– a extensão do incentivo, se por um lado *permite melhor colocação pelo intermediário* e uma redução do seu risco, por outro não estimula que, durante o período normal de colocação, a distribuição vise a obter mais subscritores para os valores mobiliários das companhias.

3. INFORMAÇÕES A SEREM PEDIDAS NO REGISTRO DE DISTRIBUIÇÃO SECUNDÁRIA

Os dados que a CVM exigirá por ocasião desse registro serão semelhantes aos requeridos para emissões primárias, vinculando-se à emissão em si.

4. DISSEMINAÇÃO DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS POR OCASIÃO DO REGISTRO DE DISTRIBUIÇÃO SECUNDÁRIA

As exigências da CVM quanto à disseminação dessas informações variarão conforme as características da distribuição secundária. De um modo geral, a sistemática deverá ser simples, podendo constar de um simples aviso às Bolsas ou de um edital a ser publicado em jornal de grande circulação.

Em certas situações, como por exemplo, a venda de grande lote de valores mobiliários por acionistas controladores, a CVM poderá exigir um prospecto similar ao utilizado em emissões primárias.

A CVM fornecerá orientação quanto aos diferentes casos e os respectivos requisitos de disseminação de informações.

5. PROCEDIMENTO DE REGISTRO

O registro de emissão precede a distribuição secundária.

Cabe ao interessado, através de intermediário financeiro, pedir o registro ou fornecer as informações necessárias para efetuar a colocação. Dada a mecânica de registro para negociação, o público investidor já disporá de dados atualizados sobre a companhia emissora, de sorte que as informações sobre a distribuição em si bastarão para uma tomada de decisão.

A responsabilidade sobre as informações prestadas nesse registro é do interessado em efetuar a distribuição. Os intermediários líderes da colocação são corresponsáveis pelos dados referentes a emissão em si, mas não sobre as informações constantes do registro para negociação.

A aceitação do registro pela CVM não implica em garantia da veracidade das informações ou do sucesso do empreendimento.

A CVM desenvolverá procedimentos, podendo aceitar em certos casos a substituição do registro por um conjunto de informações aos investidores, seja através da Bolsa, seja por publicação em jornal de grande circulação, com cópia para o órgão regulador. A idéia é a de permitir um sistema ágil e flexível, adequado às diversas situações concebíveis.

A CVM cobrará uma taxa dos interessados, pelo registro.

A CVM reverá continuamente seus procedimentos quanto às distribuições secundárias, seja para enquadrar novas situações passíveis de registro, seja para conceder dispensas.

D – REGISTRO DE OPERAÇÕES ESPECIAIS

Ao longo de sua existência, a CVM apreciará diversos casos especiais que, pela sua complexidade, requeiram uma análise profunda, com vistas à normatização. Entre estes, destacam-se:

a) Fechamento de capital.

b) Ofertas públicas de aquisição de controle acionário.

c) Recompra de valores mobiliários pela própria companhia (ações em tesouraria).

d) Permuta de valores mobiliários em decorrência de incorporação, fusão, cisão, trocas voluntárias de títulos, isto é, oferta dos valores mobiliários de uma companhia feita diretamente aos acionistas de outra companhia; aquisições de ativo com pagamento em valores mobiliários, posteriormente transferidos aos acionistas da companhia vendedora, etc.

Numa primeira fase, a CVM dará prioridade à normatização dos três primeiros casos acima. Os demais serão examinados quando o desenvolvimento do mercado brasileiro propiciar, com certa frequência, a emergência de operações desses tipos.

Sobre fechamento de capital, a CVM já emitiu normas após realizar audiência pública, ouvindo os interessados.

Quanto a ofertas públicas de aquisição de controle acionário, a normatização da CVM observará o princípio de permitir a ambos os lados, comprador e administrador da companhia, igual oportunidade de apresentar informações sobre suas pretensões aos investidores. Paralelamente, a CVM fornecerá recomendações para que os ofertantes divulguem informações a seu próprio respeito e a respeito de seus planos, sempre que estas possam substancialmente alterar os fatores nos quais baseiam-se os preços de mercado. Tais dados deverão incluir as fontes de fundos que serão utilizadas pelos proponentes da oferta, sua intenção quanto a fechamento ou não de capital, e outros elementos que permitam aos investidores uma tomada de posição.

Relativamente a ações em tesouraria, a CVM analisará a matéria, visando a estabelecer o nível de divulgação adequado. Caberá examinar: época em que a revelação se faz necessária (antes das operações, se após atingir certos volumes, etc.); o problema da igualdade de acesso a todos os investidores, através da com-

pra em Bolsa ou no mercado de Balcão, se for o caso; quais objetivos são aceitáveis para o uso dos fundos da companhia para essas recompras (liquidez, redução de capital, resistência a oferta pública pela administração atual, sobras de subscrição, etc.); efeitos sobre as demonstrações financeiras e formas de apresentação; outras informações para o mercado, etc.

E – PRONTA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO RELEVANTE

1. FINALIDADE

O princípio da obrigatoriedade da pronta divulgação de informação relevante é baseado na idéia de que o público deve ter a oportunidade de pautar suas decisões de investimento pela melhor informação disponível, garantindo a eficiência da alocação de recursos no mercado.

O Artigo 22 da Lei n.º 6.385 estabelece que compete à CVM expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a divulgação de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. Tais normas devem abranger: em que situações a companhia deve informar, o momento de informar, e a quem e como informar.

2. SITUAÇÕES EM QUE A COMPANHIA DEVE INFORMAR

À administração da companhia cabe exercer um julgamento de valor acerca da relevância dos fatos que ocorreram ou poderão ocorrer e que terão impacto considerável nos seus negócios, com a finalidade de divulgá-los publicamente. O principal critério de decisão é baseado na avaliação da probabilidade de os preços dos valores mobiliários emitidos pela companhia virem a ser afetados com a comunicação dos fatos.

É possível conceber-se casos em que o dever de manter os acionistas informados e a conveniência de não se divulgarem certos fatos, temporariamente, entrem em conflito.

A Lei n.º 6.404, em seu Artigo 157 § 5.º, faculta aos administradores a recusa de “prestar informação, se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação da informação e responsabilizar os administradores, se for o caso”. Reconhece, portanto, que podem existir razões legítimas para a retenção de informação, embora isso possa afetar a eficiência da alocação de recursos.

A não divulgação de fatos relevantes traz consigo o perigo de haver uso indevido de informação privilegiada. Para evitar isso é essencial que a informação seja mantida confidencial por aqueles que, por razões profissionais, tenham acesso a ela.

A CVM recomenda que as companhias tenham regras proibindo tais pessoas de negociar com títulos de sua emissão até que a revelação ao público possa ser feita.

Apenas a título de exemplo vale citar algumas situações em que há razões para manter confidencialidade por parte dos administradores da companhia: negociações com vistas a fusões, incorporações, cisões, e compra e venda de controle; preparativos de ofertas públicas; lucros anuais ou trimestrais; mudanças na gestão, etc.

A extensão da divulgação depende do estágio de discussão, estudo ou negociação das operações pretendidas.

A prática de confinar certas discussões a pequenos grupos da administração superior das companhias, de obter compromissos de confidencialidade de pessoas e de manter as informações existentes sob segurança, tende a evitar que a companhia seja impelida a efetuar um anúncio prematuro ao público.

No trato com analistas de mercado, a companhia deve tomar todas as precauções para que, por um lado, sejam-lhes mantidas abertas as portas, mas que, por outro, não sejam dadas informações a certos grupos em detrimento de outros. Tampouco devem ser-lhes revelados fatos que a companhia não esteja disposta a revelar ao público. Se por acaso durante as discussões forem liberados dados relevantes que não tenham sido comunicados publicamente, cabe à companhia fazê-lo imediatamente. Da mesma forma a companhia não deve fornecer informações privilegiadas a seus corretores ou especialistas.

Finalmente, espera-se que as companhias não enfatizem excessivamente notícias favoráveis, nem tampouco sub-avaliem as desfavoráveis.

3. O MOMENTO DE INFORMAR

O ideal é informar tão logo se tenha conhecimento de algo que possa afetar a companhia. O risco de haver utilização indevida de informação privilegiada é sempre maior na medida que se retém a informação, podendo colocar a companhia em situação vulnerável e prejudicar a confiabilidade do mercado. Assim a oportunidade escolhida para divulgar uma informação é fundamental. Novamente, está-se diante da opção entre proteger os interesses da companhia e informar acionistas atuais e potenciais.

Deve-se também evitar a divulgação prematura de informações, cabendo à companhia certificar-se de que os fatos foram realisticamente analisados.

Quando existirem rumores no mercado que possam ser interpretados como indicadores de vazamento de informação, uma declaração franca e clara deve ser dada, seja para negar ou confirmar a notícia. Em determinadas situações não mais será desejável guardar sigilo, pois a única forma de corrigir a situação é através de seu rápido esclarecimento.

A responsabilidade maior pela preservação do sigilo é conferida ao administrador.

Finalmente, cabe assinalar que em muitos casos a rapidez da veiculação de notícias é facilmente viável e que as empresas devem procurar ser eficientes em fazê-lo. Em alguns países, por exemplo, as companhias adquiriram o hábito de interromper reuniões de Diretoria ou do Conselho de Administração para divulgar imediatamente notícias relevantes. Outras, cujos valores mobiliários estão registrados em Bolsa, procuram efetuar tais reuniões em horário anterior ou posterior à realização do pregão.

4. FORMA DE INFORMAR

A divulgação deve ser feita aos acionistas, à comunidade financeira e ao público investidor.

As Bolsas de Valores devem receber comunicação oficial das companhias nelas registradas, cabendo ainda a estas o envio de cópia à CVM. Companhias registradas em Balcão devem enviar a informação diretamente para a CVM.

À companhia cabe prover ampla disseminação da notícia. Faculta-se a comunicação resumida através da imprensa, desde que se esclareça onde os interessados podem obter informações adicionais. As Bolsas de Valores poderão estabelecer seus próprios requisitos quanto à disseminação deste tipo de informação.

As consultas à CVM deverão ser feitas apenas em caso de dúvida.

As Bolsas manterão um programa de acompanhamento de mercado, observando os títulos em cujas negociações ocorram alterações anormais quanto a preços e volumes transacionados. Quando couber, é da competência das Bolsas, em primeira instância, convocar o administrador responsável para prestar esclarecimentos sobre a eventual existência de fatos não anunciados publicamente que possam ser causadores de comportamento anormal de mercado.

A CVM recomenda que as Bolsas criem normas orientando os intermediários a que, ao encontrarem em seu trabalho informações materiais não divulgadas publicamente, acionem mecanismos que as tornem conhecidas pelo mercado. Em alguns países, por exemplo, quando ocorre um fato desta natureza, o intermediário é obrigado a comunicar à companhia, por escrito, que se trata de informação privilegiada que deve ser divulgada. Caso isto não ocorra em 24 horas o intermediário estará liberado para utilizá-la, devendo os danos causados ao mercado ser reparados pela companhia faltosa.

F – “INSIDER TRADING”

1. CONCEITOS

A pessoa que, em virtude de cargo, função ou atividades prestadas a uma determinada companhia, pode ter acesso a informação capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários de sua emissão é considerada “insider”, isto é, é “aquele que pode ter acesso privilegiado a determinadas informações a respeito da vida da companhia”.

Se esta pessoa negocia com as ações da companhia a cujas informações pode ter acesso privilegiado, fica configurada a operação denominada “insider trading”.

O fato de o “insider” realizar operações com ações da companhia não é, necessariamente, um ato ilícito. Isto é, o “insider trader”, em princípio, não comete uma irregularidade.

O “insider trading” será irregular quando houver uso indevido de informação privilegiada, ou seja, quando a pessoa negocia com valores mobiliários da companhia tendo conhecimento de informações não reveladas ao público e capazes de, quando reveladas, influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários negociados.

O “insider trading” com base em informação privilegiada afeta o mercado, gerando um clima de desconfiança sobre o mesmo e, portanto, prejudicando a economia como um todo.

2. PRINCIPAIS POLÍTICAS DA CVM

A CVM adotará as seguintes políticas com relação ao “insider trading”:

- a) Não proibir o “insider trading”, desde que não haja uso indevido de informação privilegiada.
- b) Considerar falta grave a negociação, por “insiders”, de valores mobiliários com base em informação privilegiada.
- c) Criar normas estabelecendo a obrigatoriedade de os “insiders” comunicarem à CVM as negociações efetuadas com valores mobiliários das companhias a cujas informações possam ter acesso privilegiado. Esta política baseia-se na idéia de que o simples fato de o “insider” saber que suas negociações terão divulgação

diminuirá sua propensão a envolver-se em operações irregulares, permitindo ainda aos demais investidores tomarem conhecimento das operações realizadas.

A CVM está estudando um procedimento segundo o qual encarregar-se-á de divulgar periodicamente as negociações feitas por "insiders" logo após sua realização, em princípio até 15 dias depois do encerramento do mês no qual as transações foram efetuadas. Em situações especiais, os "insiders" seriam obrigados a revelar as negociações no prazo de 24 horas. Cabe esclarecer que a Lei n.º 6.404, em seu Artigo 157 § 1.º, já obriga o administrador da companhia aberta a revelar, a pedido de acionistas que representem 5% ou mais do capital social, o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior.

d) Recomendar às companhias que orientem seus administradores e outros elementos capazes de ter acesso privilegiado a informações, no sentido de notificarem o Conselho de Administração quando realizarem operações envolvendo valores mobiliários da organização.

e) Não estender imediatamente o conceito de "insider" para fins da obrigatoriedade de informar à CVM sobre as negociações efetuadas. De acordo com a Lei n.º 6.404, "insiders" são os administradores de companhia e as pessoas a eles equiparadas, tais como membros do Conselho de Administração, do Conselho Fiscal, etc. Futuramente, caberá analisar a conveniência de estender-se, através de decisão do Conselho Monetário Nacional, a caracterização de "insider" para outras pessoas não previstas nesta Lei, ampliando-se o processo preventivo. A relação poderá vir a incluir acionistas controladores, acionistas majoritários, grandes acionistas, auditores, advogados da companhia e outros que possam ter acesso privilegiado a informações relevantes. Esta relação não inclui, por exemplo, parentes e amigos, preferindo-se, nestes casos, de acordo com a Lei, responsabilizar aquele que deixou vaziar a informação a pessoa a ele ligada.

f) Criar penalidades claras para os "insiders" nos casos em que deixarem de declarar as negociações efetuadas à CVM.

g) Estabelecer com clareza as penalidades pelo uso da informação privilegiada.

h) Proibir o uso de compra e venda em margem, por "insider", de valores mobiliários de emissão de companhias a cujas informações tenham acesso privilegiado, sem impedir a utilização de mecanismos de empréstimo a longo prazo para a compra dos mesmos.

i) Fornecer orientação esclarecendo as situações em que o investidor poderá pedir reparação patrimonial contra o "insider", através de medidas judiciais.

j) Recomendar às companhias que orientem seus administradores e outros elementos capazes de ter acesso privilegiado a informações, de forma a evitar a

compra de valores mobiliários de sua emissão em situações especiais, tais como: datas próximas à divulgação de demonstrações financeiras; datas próximas a convocação de assembléia para deliberar sobre medidas que possam afetar valores mobiliários de sua emissão; períodos em que a companhia estiver atrasada em relação à atualização de seus registros para negociação e à divulgação de informações trimestrais; épocas em que a companhia estiver deixando de divulgar um fato relevante ao mercado, etc.

**ANEXO: OS PARTICIPANTES DO
PROCESSO DE DIVULGAÇÃO
DE INFORMAÇÕES**

OS PARTICIPANTES DO PROCESSO DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

O objetivo deste anexo é registrar algumas observações sobre os principais participantes do processo de divulgação e disseminação de informações. Essas observações devem ser consideradas levando-se em conta que a disseminação da informação por parte exclusivamente da empresa é condição necessária mas não suficiente para atender às necessidades do investidor individual; em conseqüência, é indispensável que analistas, gestores de fundos, entidades especializadas, Bolsas de Valores, agentes de vendas e outros intermediários financeiros sejam ativos disseminadores de informação com base em dados da empresa e da conjuntura econômica.

1. O Papel das Companhias, de seus Administradores e das Agentes Fiduciários

A companhia fornece informações devido a determinações legais e por vontade própria.

No primeiro caso encontram-se:

- a) Convocações para Assembléias.
- b) Atas de Assembléias.
- c) Atas do Conselho de Administração, em alguns casos.
- d) Relatório Anual da Administração.
- e) Demonstrações financeiras anuais e semestrais.
- f) Pareceres do Conselho Fiscal, quando em funcionamento, em certas situações.
- g) Pareceres de auditores independentes sobre demonstrações financeiras.
- h) Demais informações exigidas pela CVM.

Aos administradores cabe ainda, por determinação legal:

- i) Revelar fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia que possam influir de modo ponderável na decisão dos investidores de comprar ou vender valores mobiliários emitidos pela companhia.

j) Suas posições próprias em títulos e valores mobiliários emitidos pela própria companhia, quando exigido por acionistas que representem mais do que 5% do capital social.

l) Demais informações exigidas pela CVM.

No segundo caso temos:

a) Boletins para acionistas.

b) Respostas a consultas de acionistas.

c) Notas autorizadas para divulgação em jornais (“press releases”).

d) Informações prestadas a analistas, seja publicamente através de órgãos de classe, seja isoladamente a analistas vinculados a instituições financeiras, etc.

e) Informações prestadas às Bolsas de Valores.

f) Relatórios Anuais enviados a acionistas, etc.

A companhia ainda presta informações a diversos órgãos públicos e privados com as mais variadas finalidades. Estas tanto podem ser sigilosas como acessíveis, havendo neste último caso distintos níveis de disseminação.

Em alguns casos já se estabeleceu, além dos dados a serem divulgados, a forma de disseminá-los para facilitar o acesso ao público em geral. Assim, por exemplo, a Lei n.º 6.404, em seu Artigo 289, e a Instrução n.º 02 da CVM, de 04.05.78, definem o uso de certos jornais onde determinadas publicações serão feitas. Em outras situações, cabe ainda estabelecer a forma de disseminação. Este é o caso, principalmente, das informações exigidas pela CVM por ocasião dos registros. Para que o público tenha fácil acesso aos mesmos, o órgão regulador organizar-se-á para atender diretamente os interessados em conhecer algumas das informações integrantes desses registros. Ao mesmo tempo, baixará instruções indicando mecanismos de disseminação com relação a outras informações obrigatórias. Finalmente, existem as situações em que as companhias fornecem esclarecimentos adicionais por livre e espontânea vontade, reconhecendo sua responsabilidade para com o mercado. A CVM poderá fornecer orientação quanto à forma de tornar essas informações mais úteis para o mercado.

2. O Papel dos Analistas de Investimento

Em sua função o analista atua de duas formas: como aglutinador, interpretador e disseminador de informações ao público e como orientador para decisões de investimento de seus contratantes.

O trabalho do analista consiste em tentar identificar alterações significativas nas perspectivas de rentabilidade das empresas; seu papel na conformação da eficiência do mercado é fundamental. Ao interpretar com rapidez as informações disponíveis, à medida que são geradas, e ao transmiti-las ao mercado, viabiliza sua instantânea incorporação na cotação dos títulos. Através deste processo todos os investidores se beneficiam, pois a cotação dos títulos aproxima-se em curto espaço de tempo de seu valor de equilíbrio. Tem-se contudo que zelar para que isso ocorra, na realidade. Cabe à empresa a responsabilidade pela igualdade no acesso às informações. Cabe ao analista justificar a origem de suas informações e o fundamento de suas conclusões. Cabe à CVM criar normas para que os analistas, assim como os demais agentes de mercado, ajam de modo eficiente, atendendo aos melhores princípios éticos e técnicos.

3. O Papel dos Gestores de Fundos

A função dos gestores de fundos em termos de conformação da eficiência do mercado traduz-se pelo efeito de suas decisões nas cotações dos títulos que transacionam. Assim sendo, seu papel está intimamente ligado a aspectos estruturais dos mercados em que operam.

Constituem um grupo distinto dos demais investidores pela magnitude dos recursos que movimentam e pela sua maior capacidade de obter direta ou indiretamente informações sobre as companhias.

4. O Papel das Entidades Especializadas em Disseminar Informações

Informações de qualquer tipo precisam, em geral, ser coletadas e processadas, antes de serem disseminadas. Os dados têm que ser trabalhados, a fim de serem apresentados numa forma adequada às necessidades dos usuários.

Disseminadores fornecem:

- a) Informações sobre a economia e os negócios em geral.
- b) Informação estatística.
- c) Informação analítica.

Disseminadores de informações financeiras são um componente distinto, complementar e importante do sistema de divulgação de informação, realizando duas funções fundamentais: seleção de informações (divulgando as que julgarem importantes para o usuário) e desenvolvimento de formas de apresentação da informação (questão de método e técnica adequados à necessidade de transformar os dados antes de utilizá-los).

Os principais benefícios para o mercado que advêm de uma indústria de informações são:

- a) Aumentar a disseminação de dados, tornando o acesso aos mesmos mais equânime, o que por sua vez é indispensável para a conquista da confiança do investidor.
- b) Reduzir sensivelmente os custos de intermediação no mercado, possibilitando a eliminação da duplicação de esforços, por servir de conexão entre as fontes primárias de informação e os usuários.
- c) Apoiar o trabalho dos analistas de investimento permitindo-lhes uma maior dedicação à interpretação dos dados em vez da simples busca de informações primárias.

A CVM considera relevante a criação e o desenvolvimento de entidades especializadas na disseminação de informações e acredita que, ao longo do tempo, as forças de mercado serão suficientes para atrair interessados em prestar este tipo de serviço.

5. O Papel das Bolsas de Valores

A principal função das Bolsas de Valores com relação ao sistema de informações diz respeito à divulgação de dados concernentes às transações nelas efetuadas. Desta forma fornecem preços, volumes e outros parâmetros com relação aos títulos negociados, ampliando a visibilidade do mercado.

Historicamente as Bolsas brasileiras, em termos de informação, fizeram mais do que tentar ser fontes primárias de dados resultantes do funcionamento dos preçõs, divulgando análises de empresas, balanços padronizados e um certo conjunto de informações gerais, assumindo em parte o problema criado pela carência de entidades disseminadoras. No entender da CVM e das próprias Bolsas, com o desenvolvimento do mercado esta função paulatinamente tenderá a ser assumida por entidades especializadas em sua execução. Até que isto ocorra a CVM não pretende criar empecilhos para que o atual sistema continue a se aperfeiçoar.

6. O Papel dos Agentes de Vendas

Para grande parte dos investidores, os agentes ou representantes de vendas são o contato principal com o mercado de valores mobiliários. Através de seu papel educativo, informativo, avaliativo e administrativo, auxiliam o investidor na solução dos seus problemas de investimento.

Na medida em que houver maior agressividade na venda de títulos ao público, o papel desses agentes terá sua importância aumentada, uma vez que um número

progressivamente maior de investidores passará a receber através deles parte das informações necessárias à decisão de investir.

Existem vários tipos de agentes de venda no Brasil. Os mais comuns são os funcionários de corretoras, encarregados dos contatos com clientes. Um segundo tipo seriam os homens de vendas dos conglomerados financeiros, incumbidos da venda de vários de seus produtos, em geral ligados à captação de recursos. Estes, em algumas ocasiões, têm sido encarregados da venda ou colocação de novas emissões de ações. Raras vezes envolvem-se no mercado secundário. Um terceiro tipo seriam os agentes autônomos ligados a uma ou mais instituições financeiras, cumprindo papel similar ao dos últimos.

A CVM tem a preocupação de criar normas para que ajam de forma eficiente, atendendo aos melhores princípios éticos e técnicos, assim como a de propiciar o estabelecimento de um sistema de divulgação de informações que lhes permita cumprir com sua missão.