

Brasília, 24 de setembro de 2013.  
Direx 050/2013

À  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado  
Comissão de Valores Mobiliários – CVM  
Rua Sete de Setembro, nº. 111, 23º andar  
Rio de Janeiro – RJ  
20050-901

**Ref. Edital de Audiência Pública SDM nº 08/13**

Senhor Superintendente,

**A ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE JORNAIS (ANJ)**, entidade representativa da imprensa escrita no Brasil, vem submeter à Comissão de Valores Mobiliários – CVM sua contribuição ao Edital de Audiência Pública SDM 08/13, que propõe alterações nas regras de divulgação de informações sobre atos ou fatos relevantes.

Entendemos, a esse respeito, antecipando o teor da nossa proposta e a fundamentação sobre a qual se acha produzida, cabível ressaltar algumas observações e conclusões que subseguem, CONSIDERANDO QUE:

- nos termos do art. 3º, §4º, incisos I e II da Minuta, os atos e fatos relevantes poderão ser divulgados não só em jornais de grande circulação, como, também, cumulativa ou alternativamente, por meio de portais de notícias com páginas na rede mundial de computadores;

- a Associação Nacional de Jornais entende que o regramento em vigor, de publicação de atos e fatos relevantes, previsto nas Instruções ICVM nº 358/2002 e ICVM 480/2009, está em consonância com a regra geral de direito societário e atende plenamente, de forma segura, aos fins de ampla divulgação dos atos sociais e o acesso imediato às informações neles contidas;

- no Edital, a CVM apresenta duas motivações, de ordem geral, que justificariam a alteração da regra atual de publicação de fatos e atos relevantes, a saber: (i) que a internet, atualmente, é dinâmica e eficiente para a disseminação de informações ao público investidor; (ii) sobre a necessidade de reavaliar os custos hoje impostos às companhias, dentre eles, o de publicação de atos sociais nos jornais impressos.

De imediato, em atenção ao primeiro ponto, destaca-se que é indiscutível o avanço da internet e de sua importância como plataforma de divulgação de notícias e informações, tanto que fomos os primeiros a apostar neste meio. Debate-se, aqui, entretanto, se a internet, no Brasil, já pode ser considerada uma plataforma popular de comunicação, a ponto de substituir os jornais impressos e, sobretudo, se este meio assegura a integridade das informações sociais e os direitos dos investidores.

Embora a CVM afirme, no edital, que 46% da população brasileira têm acesso à internet, quando consideramos como usuária a pessoa que acessa a internet diariamente, esse número cai drasticamente, conforme pesquisa divulgada pelo Ibope Media.

É crucial para o mercado de capitais, portanto, que as informações sociais relevantes da Companhia, pelo perfil do usuário brasileiro, sejam levadas até o investidor, o que se alcança, em grande medida, pela obrigatória publicação e divulgação do ato ou fato social no jornal.

Por outro lado, deve ser considerado que a internet, ainda hoje, não se traduz em uma plataforma que garanta a segurança e confiabilidade da informação, o que deve ser insito ao regime de publicidade das sociedades empresárias. E tal, na mesma medida, é plenamente alcançado pelos jornais.

Ademais, é importante lembrar que o Brasil tem sido vítima de espionagem digital e, até hoje, não aprovou seu marco civil da internet e sua lei de segurança digital.

Por outro lado, os países citados como fonte de direito comparado, em especial, os Estados Unidos, muito embora apresentem alto nível de desenvolvimento do seu mercado de capitais, trazem, também, as piores crises e exemplos de derrocadas empresariais e consequentes lesões à economia popular, como nos casos da *Enron*, *WorldCom* e da *Global Crossing*.

Quanto à segunda motivação da CVM, a de redução de custos, há diversos estudos que comprovam que o custo da publicação de atos sociais é irrelevante e, por decorrência, em nada afeta a decisão das empresas em ingressar ou sair do mercado de capitais.

Em recente estudo da FGV, publicado pela Revista Relações com Investidores (nº 171, mar 2013), comprovou-se que as despesas com publicações de atos sociais correspondem a 0,0296% da receita líquida das empresas cotadas em bolsa. Ou seja, o custo é irrisório e plenamente suportável pelas sociedades de grande dimensão.

Importante salientar, por, derradeiro, que a nova regra de publicação de atos e fatos relevantes, contida no art. 3º, §4º, incisos I e II da Minuta, caso levada a cabo, não se harmonizará com o regramento de publicação contido na Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76 – artigo 289).

Nesses termos, entende a ANJ que a alteração radical e não transitória da regra de publicação de atos e fatos relevantes, contida no art. 3º, §4º, incisos I e II da Minuta, não se coaduna com o contexto jurídico, econômico e social brasileiro. Na falta de motivação que lhe confira legitimidade, pleiteia-se a manutenção da atual regra, em consonância à legislação societária, sem afastar a possibilidade de, em caráter subsidiário ou complementar, adotar-se também a divulgação via mídia eletrônica, conforme sugestão e justificativa no Anexo-I.

Por fim, a ANJ coloca-se à inteira disposição desta Comissão de Valores Mobiliários para eventuais esclarecimentos que, porventura, se façam necessários.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE JORNAIS – ANJ  
Ricardo Pedreira  
Diretor Executivo

## ANEXO I

À Comissão de Valores Mobiliários  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado  
[audpublica0813@cvm.gov.br](mailto:audpublica0813@cvm.gov.br)  
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
CEP 20050-901 - Rio de Janeiro – RJ

### ENCAMINHAMENTO DE SUGESTÃO – ITEM 4 DO EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 08/13

INSTRUÇÃO CVM Nº [ ], DE [ ] DE [ ] DE 2013

Altera dispositivos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

### EMENDA MODIFICATIVA

Dê-se a redação adiante, ao **§ 4º do art. 3º** da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, a ser alterado conforme o art. 1º da MINUTA DE INSTRUÇÃO CVM Nº [ ], DE [ ] DE [ ] DE 2013:

“Art. 3º .....

“§ 4º A divulgação de ato ou fato relevante deve dar-se por meio dos seguintes canais de comunicação:

I – jornais de grande circulação, utilizados habitualmente pela companhia; e

II – de forma integral e simultânea, nos sítios dos mesmos jornais na rede mundial de computadores (internet), facultada também a inserção em portais de notícias de empresas jornalísticas de que trata a Lei nº 10.610, de 20 de

dezembro de 2002, que disponibilizem, em seção de acesso gratuito, a informação em sua integralidade, devendo os respectivos *websites* atenderem às seguintes condições:

- a) geração própria de conteúdo, e não se tratar de inserção de conteúdos de terceiros, para garantia de fidedignidade das informações;
- b) certificação digital da autenticidade dos documentos mantidos no sítio próprio, por autoridade certificadora credenciada no âmbito da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira – ICP-Brasil, para garantia da segurança das informações;
- c) no caso de portal de notícias, sem prejuízo do disposto nas alíneas “a” e “b”, audiência comprovada por instituto ou empresa de auditoria independente, credenciada pelo CENP – Conselho Executivo das Normas-Padrão, na conformidade do item 2.5.4 das Normas-Padrão da Atividade Publicitária, a que se refere o art. 7º do Decreto nº 57.690, de 1º de fevereiro de 1966;

”

## JUSTIFICAÇÃO

### **A eficiência informacional nos mercados**

A disseminação ampla, segura e eficaz da informação, em diferentes mídias ou plataformas, é pilar fundamental do desenvolvimento dos mercados financeiros. A necessidade de eficiência informacional dos mercados é conceito solidificado tanto entre os profissionais como entre os acadêmicos, sem a qual os investidores se afastam dos mercados, não propiciando à sociedade os tão necessários meios de transferência de recursos entre agentes superavitários e deficitários.

E o que é a eficiência informacional? É a transmissão rápida, segura, multimeios e eficaz das informações para toda a sociedade. Isso inclui os demonstrativos financeiros, fatos relevantes e tudo o mais que, de uma forma ou de outra, tem impacto sobre o desempenho das empresas e, conseqüentemente, sobre suas ações.

Há inúmeros estudos que comprovam a relação entre transparência e desenvolvimento dos mercados, mais ainda, transparência e proteção dos *shareholders*. Um que é

fundamental na área é o do prof. Allen Ferrel<sup>1</sup>, da Universidade de Harvard. Nele o autor enfatiza a necessidade de obrigatoriedade da divulgação das informações, principalmente em países com concentração de propriedade, como é o caso do Brasil. Segundo ele, essa obrigatoriedade tem um papel social extremamente importante, já que os controladores preferem um ambiente opaco para proteger seus benefícios privados de controle.

A regulação proposta para a Divulgação de Ato ou Fato Relevante, abstraídos os intentos louváveis, não só parte de um diagnóstico falho – o de que custos de prover informação sejam relevantes para as empresas – como também, se implementada, irá contra aquilo a que se propõe, que é melhorar as condições do mercado financeiro.

### **A questão do custo da difusão da informação financeira**

Sob o título “Custo de Manter uma S.A. no Brasil” foi promovido evento, em dezembro de 2012, nas instalações da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, com organização do GVCEF – Centro de Estudos em Finanças da FGV/SP e patrocínio da Diretoria dos Cursos *In Company* da mesma instituição. Participaram como debatedores diversos diretores financeiros de empresas S.A. e também um diretor da CVM – Comissão de Valores Mobiliários – Reginaldo Pereira.

Na ocasião, discutiram-se os diferentes custos associados à manutenção de uma empresa Sociedade Anônima no Brasil. Além disso, foi apresentado estudo inédito<sup>2</sup> sobre o assunto, desenvolvido pelo GVCEF da FGV/SP, no qual a matéria foi tratada de forma científica.

A discussão sobre os custos de manter uma Sociedade Anônima é uma constante no Brasil. Uma das causas que podemos apontar para esse fenômeno é o baixo número de empresas de capital aberto aqui existentes. De um universo de mais de cinco milhões de empresas, temos pouco mais de três centenas de empresas listadas na Bovespa, mas, realmente ativas em termos de negócios com ações, são talvez 150.

No afã de discutir as causas para esse pequeno número e a forma de incentivar novas empresas a abrirem capital, há, muitas vezes, um desvio de foco. Em vez de discutirmos

---

<sup>1</sup> Ferrel, A. 2004 – The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world - [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/Ferrell\\_492.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Ferrell_492.pdf)

<sup>2</sup> Eid Jr, William – 2012 - Custos de manter uma Sociedade Anônima no Brasil – [www.fgv.br/gvcef](http://www.fgv.br/gvcef)

os reais empecilhos à abertura de capital das empresas, há uma concentração no que é mais fácil discutir: o custo de manter uma Sociedade Anônima. E essa discussão mais fácil, além de inócua do ponto de vista de incentivo à abertura de capital das empresas, é extremamente prejudicial no tocante à necessária transparência das empresas de capital aberto para o desenvolvimento do mercado financeiro e do país.

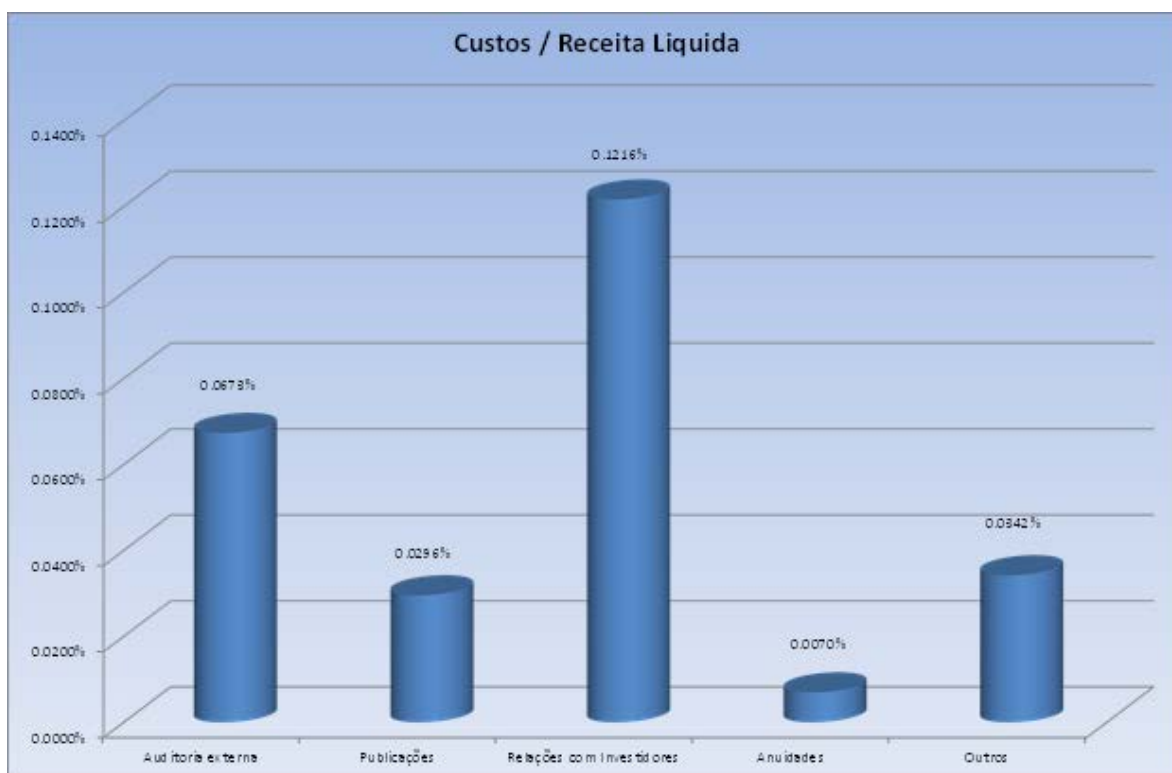
O estudo do GVCEF foi realizado com o concurso de questionários enviados às empresas. Oito empresas S.A., de porte que pode ser considerado médio ou pequeno<sup>3</sup>, dentre as empresas listadas na Bovespa, responderam a diversas questões, sendo a central referente à participação dos custos de manter a empresa como S.A. em relação à sua receita. Custos como Auditoria Externa, Publicações, Relações com Investidores, Anuidades e outros foram levantados.

Na amostra – e deve-se ressaltar novamente que são empresas de porte médio ou pequeno, o que implica em maior participação desses custos sobre a receita, já que diversos deles são fixos –, os custos levantados responderam em média por 0,19% da receita líquida das empresas. Isto é, 1/5 de 1%.

Sua distribuição, segundo a importância em relação à receita líquida, é apresentada no gráfico a seguir:

---

<sup>3</sup> A maior dessas empresas era classificada como a 72ª em receita líquida, dentre as listadas na Bovespa, e, a menor, como 210ª.



O maior dos custos é o de manutenção da área de Relações com Investidores, que representa em média pouco mais de 0,12% das receitas líquidas das empresas, ou quase 65% do total de custos de manter uma S.A. no Brasil. Já as publicações, dentre as quais se insere a Divulgação de Ato ou Fato Relevante, representam 0,0296%, ou aproximadamente 0,03%. Menos de 1/30 de 1%. Um custo centesimal, principalmente quando cotejado com os benefícios que traz à sociedade em termos de informação e transparência.

Retomando a proposta de alteração principalmente da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, que tratam exclusivamente dos Atos e Fatos Relevantes, em que pese que não haver estudo específico sobre o custo de divulgar esses Atos e Fatos, é fácil observar que estes constituem parcela muito pequena do custo de publicações das empresas S.A. no Brasil, até porque a maior parte das publicações se refere à divulgação dos Demonstrativos Financeiros e Relatórios de Diretoria.

Conclui-se que, do ponto de vista de redução de custos de manutenção de uma empresa S.A. no Brasil, a proposta de alteração da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, é absolutamente ineficaz, só

implicando redução do grau de transparência e segurança da informação, tão necessário para o desenvolvimento dos mercados financeiros no Brasil.

Mas, pode-se explorar mais este tema. Outro estudo<sup>4</sup> desenvolvido pelo GVCEF da FGV/SP, este agora em 2005, analisou a causa da deslistagem das empresas na Bovespa. É fato pouco sabido, e que foi obscurecido pela onda de IPOs de meados da década passada, mas, entre janeiro de 2000 e março de 2005, quase 200 empresas deixaram de ser listadas na Bovespa, sendo que 103 delas o fizeram de forma voluntária. O estudo analisou os determinantes da deslistagem, focando diversas características dessas empresas, como *free float*, *turnover*, número de negócios, tipo de controle, nível de governança e custos de listagem<sup>8</sup>. Ao termo, a análise mostrou que os custos de listagem, ou custos de manutenção da empresa listada, não foram significativos.

A tabela a seguir mostra os resultados do estudo:

“Todas” são todas as empresas da amostra, incluindo as listadas, as deslistadas voluntárias e outras deslistagens, conforme definido no capítulo III. “Listadas” são todas as empresas listadas da amostra.

“Deslistadas” são as deslistadas voluntárias e outras deslistagens. “Deslistagens Voluntárias” são apenas as empresas classificadas nessa categoria. “Outras deslistagens” são apenas as classificadas nessa categoria. Os números abaixo de cada categoria são as quantidades das amostras.

Na primeira linha, encontram-se as médias de cada variável para cada categoria; entre parênteses, encontram-se as medianas; e, entre colchetes, o desvio-padrão.

As colunas Deslistadas X Listadas, Voluntárias X Listadas e Outras deslistagens X Listadas são testes de médias e medianas.

Os p-values dos testes das médias são reportados logo abaixo e os p-values dos testes das medianas encontram-se entre parênteses.

---

<sup>4</sup> Horgn, W. J. & Eid Jr, W. - A Saída: uma análise da deslistagem na Bovespa – 2005 – FGV/SP – [www.fgv.br/gvcef](http://www.fgv.br/gvcef)



Variáveis	Todas	Listadas	Deslistadas	Deslistagens Voluntárias	Outras deslistagens
	323	241	82	66	16
Float (%)	29,48 (25,45) [24,12]	32,39 (30,65) [23,75]	20,70 (12,75) [23,23]	16,27 (7,98) [20,67]	39,60 (41,75) [24,74]
Turnover (%)	13,73 (2,51) [28,78]	15,62 (3,97) [31,24]	8,05 (0,40) [18,64]	6,91 (0,55) [16,32]	12,90 (0,40) [26,58]
Numneg (unidade)	14,410 -206 [42,731]	18,656 -516 [48,454]	1.620,53 (22,43) [6,563]	1.904 (23,60) [7,260]	412 (19,14) [958]
Grandes investidores (binária)	0,17 (0,00) [0,38]	0,16 (0,00) [0,37]	0,19 (0,00) [0,39]	0,20 (0,00) [0,41]	0,13 (0,00) [0,35]
Transparência (binária)	0,24 (0,00) [0,43]	0,32 (0,00) [0,47]	0,00 (0,00) [0,00]	0,00 (0,00) [0,00]	0,00 (0,00) [0,00]
Custos de listagem (%)	0,85 (0,28) [2,82]	0,58 (0,25) [1,59]	1,64 (0,37) [4,87]	1,45 (0,33) [4,70]	2,48 (0,55) [5,62]

Os coeficientes indicam que os custos de listagem não são relevantes para a decisão de deslistagem das empresas. O estudo indica que são três as variáveis determinantes da deslistagem: crescimento da empresa, *free-float* e número de negócios. Isto é, se a empresa não obtém as vantagens esperadas com a listagem, como captação de recursos, ela opta pela deslistagem. Mas, em nenhum momento, os custos de manutenção da empresa como listada aparecem como determinantes da decisão.

Se não são os custos de manter uma S.A. aberta, o que desestimula o empresário titular de uma empresa limitada a abrir capital? A resposta é simples: o principal motivo que leva empresas limitadas a permanecerem limitadas está relacionada ao controle dos ativos. Empresas limitadas são, o mais das vezes, familiares, e em empresas desse tipo não há uma separação entre ativos corporativos e pessoais, o que leva ao uso indiscriminado dos ativos corporativos pelas famílias.

Esse tipo de benefício, chamado na literatura de benefício do controle privado, é o principal obstáculo para a abertura de capital das empresas, e não custos ou outro fator qualquer. Recente estudo conduzido no Reino Unido por pesquisadores chineses<sup>5</sup> e apresentado no European Financial Management Association Meeting, com uma amostra

<sup>5</sup> Cao, Q., Sun, Q. & Tong, W.H.S – 2011 - How do Ownership and Control Affect the Decision to Go Public? – European Financial Management Association Meeting [http://efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/Renmin-2011/papers/WhyIPO\\_EFMASym2011b.pdf](http://efmaefm.org/0EFMSYMPOSIUM/Renmin-2011/papers/WhyIPO_EFMASym2011b.pdf)

de mais de 60.000 empresas, mostra este fato claramente. Nas suas conclusões, os autores afirmam “Os resultados empíricos mostram que o principal motivo pelo qual empresas privadas são relutantes em tornar-se públicas é a potencial de perda de benefícios pecuniários de controle”.

É fundamental termos o alvo certo, se queremos realmente facilitar e impulsionar o desenvolvimento dos Mercados Financeiros no Brasil.

### **O uso da internet como veículo de difusão de informações**

A sugestão, sempre presente, do uso da internet como meio de difusão de informações financeiras ou relevantes esbarra em alguns problemas. O primeiro deles diz respeito ao número de usuários no Brasil. O Edital de Audiência Pública afirma que são 46% da população brasileira, ou 88,5 milhões de pessoas com acesso à internet. Pesquisa do Ibope Media fala em números um pouco menores, mas ainda grandes. Seríamos 72,4 milhões de brasileiros com acesso à internet. Desses, 53,5 milhões se comportaram como usuários ativos, isto é, visitaram ou viram páginas e websites no período. Mas a informação está incompleta. Nessas pesquisas é considerado usuário ativo de internet o cidadão que, nos últimos 90 dias, fez um único acesso a uma página da internet.

Em suma, o primeiro problema a ser considerado é que inúmeros brasileiros não usam a internet, principalmente os de mais idade<sup>6</sup> e que são, até pelo pecúlio acumulado, os maiores interessados na difusão das informações sobre as companhias nas quais investem ou irão investir. E eles são 75% dos brasileiros. Isto é, 150 milhões de brasileiros nunca usam internet, ou não a utilizaram nos últimos 90 dias.

Mas este é o menor dos problemas. O uso de serviços financeiros é muito modesto. Segundo o Comitê Gestor da Internet no Brasil, apenas 17% dos usuários de internet na zona urbana utilizaram serviços financeiros<sup>7</sup>. Isto é, a minoria da minoria acessa serviços financeiros na internet, e, dentre eles, podemos inserir as informações financeiras de empresas listadas em bolsa.

Podemos, tendo em mente o desenvolvimento do mercado financeiro, ignorar a imensa maioria da população brasileira e privá-la de acesso às informações em mídia impressa,

---

<sup>6</sup> Dados disponíveis no website da BMF&Bovespa indicam que 80% dos investidores em ações têm mais que 46 anos.

<sup>7</sup> CGI.br 2011 <http://op.ceptro.br/cgi-bin/cetic/tic-domicilios-e-empresas-2011.pdf>

tão necessárias para o acompanhamento de seus investimentos? Certamente, a resposta é não. Além disso, fala-se muito em custos de difusão da informação que, como demonstrado, são irrelevantes para as empresas. O custo de acessar a informação, e que vai recair sobre o investidor, é ignorado. A busca em centenas de websites difusos pelo mundo digital certamente terá um custo elevado, que vai desestimular a participação de investidores nos mercados financeiros.

Outro problema a ser considerado é a questão da segurança e confiabilidade das informações. A ação dos *rackers* é conhecida e reconhecida em todo o mundo. Sítios de internet de bancos e governos têm sido constantemente alvos da ação desses criminosos da internet. E isto, apesar das inúmeras medidas de segurança tomadas por esses sítios. O que pode acontecer com um sítio internet de empresa? Tudo. De pequenas alterações nos dados divulgados à inserção de notícias que podem causar grandes abalos ao mercado. Não há barreiras que impeçam a atuação de *rackers* que, em poucas horas, podem causar grandes danos aos investidores.

Os defensores da divulgação das informações financeiras pela internet ignoram que o cibercrime movimenta hoje, no mundo, volume de recursos comparável ao do tráfico internacional de drogas. Segundo estudo da Symantec<sup>8</sup>, o cibercrime movimenta USD 388 bilhões por ano no mundo, enquanto que o tráfico de drogas movimenta USD 411 bilhões. Isto é, dentre as principais modalidades de crimes existentes, o cibercrime é um dos principais no mundo. Ainda de acordo com o mesmo estudo, as perdas com cibercrime no Brasil atingiram, em 2011, USD 63 bilhões, com 80% dos adultos que usam internet vítimas dessa modalidade de crime.

A preocupação com cibercrime é destacada também no estudo conduzido pela Securitas<sup>9</sup>, no qual, através de entrevistas com executivos das 1.000 maiores empresas norte-americanas, a preocupação com a segurança na internet é destaque como a primeira da lista, ultrapassando outras 27 indicadas, como os crimes contra a propriedade, conduta aética dos funcionários e terrorismo. Também é interessante destacar, segundo o mesmo estudo, que, ao longo dos últimos 10 anos, a segurança na internet é sempre uma das 3 maiores preocupações dos executivos das maiores companhias norte-americanas.

---

<sup>8</sup> Cybercrime Report 2011 - <http://br.norton.com/cybercrimereport/promo>

<sup>9</sup> Top Security Threats and Management Issues Facing Corporate America 2010

Também o GAO – United States Government Accountability Office, no testemunho de abril de 2012<sup>10</sup> frente ao Congresso Norte-Americano, realizado pelo seu Diretor de Problemas de Segurança, Gregory C. Wilshusen, afirma que: “O país enfrenta um conjunto de ameaças cibernéticas que tem uma variedade de fontes... grupos criminosos, hackers, terroristas, funcionários de organizações, países engajados em atividades criminosas, ativistas políticos, espiões e atividades oriundas de guerra de informações”. O relatório afirma também que as ameaças crescem em magnitude com o uso de múltiplas técnicas de ataque, o que maximiza seus efeitos. O número de ataques contra agências federais norte americanas cresceu 680% nos últimos 6 anos!

O mesmo se passa com o FBI – Bureau Federal de Investigações, dos Estados Unidos. Em recente pronunciamento, também no Congresso Americano, seu diretor, Gordon M. Show<sup>11</sup> abordou de forma direta as ameaças do cibercrime contra o setor financeiro. No pronunciamento, o expositor afirma que é fácil para os criminosos acessarem os sistemas informatizados do setor financeiro através dos próprios usuários. Os eventos são numerosos e os prejuízos chegam facilmente à casa dos bilhões de dólares.

Mais ainda. Afirmou aquele dirigente que os criminosos cibernéticos não atacam apenas os que negociam com ações no mercado financeiro, mas as próprias Bolsas de Valores, onde os ativos são negociados, que são alvo constante de ataques. A NASDAQ reportou ter sido vítima de violação de segurança em fevereiro de 2011. E o relatório diz que é muito difícil mensurar as consequências desses atos criminosos, já que é possível que, ao invés de atacar diretamente os mercados, os cibercriminosos podem coletar valiosas informações confidenciais e com elas obter seus lucros.

Nas palavras do Gordon M. Snow: “O alto nível de confiança e de confiabilidade nos mercados financeiros dos Estados Unidos é baseado em seu trabalho, que vem de longa data buscando proteger e garantir a integridade dos seus sistemas. Infelizmente, indivíduos com acesso direto a centros de processamento podem estar em posição para roubar propriedade intelectual, informações privilegiadas, ou dados que podem alterar a reputação de uma empresa. Um indivíduo poderia aproveitar essas informações para afetar os preços das ações ou para fornecer a outras empresas uma vantagem competitiva”.

---

<sup>10</sup> GAO – Testimony Before the Subcommittee on Oversight, Investigations, and Management, Committee on Homeland Security, House of Representatives 24/04/2012

Falando sobre os danos ao sistema financeiro, Gordon M. Snow destaca: “As potenciais consequências econômicas são graves. O efeito de um crime cibernético não é sentido igualmente em todo o conjunto de organizações. Uma pequena empresa pode não ser capaz de sobreviver até mesmo a um único ataque cibernético significativo. Por outro lado, as empresas podem nem mesmo perceber que foram vítimas de criminosos cibernéticos até semanas, talvez até mesmo meses depois. As vítimas variam em tamanho e setor. Muitas vezes, as empresas não são capazes de identificar claramente suas perdas, o que torna impossível estimar o dano. Muitas empresas preferem não divulgar que os seus sistemas foram comprometidos, absorvendo em sigilo as perdas, o que novamente torna impossível calcular com precisão os danos causados”.

O cibercrime gerou inclusive uma nova linguagem, que descreve, dentre outros, os tipos de crime ou ameaças mais comuns no ambiente da internet. Um glossário bastante completo encontra-se em relatório da McAfee<sup>11</sup> e ilustra bem o alcance que o cibercrime tem atualmente.

Também, tratando das ameaças diretas ao sistema financeiro, o Work Bank desenvolveu em 2005 um trabalho<sup>12</sup> que aponta para o grande crescimento dos riscos, em função do imenso desenvolvimento da digitalização dos processos no ambiente de negociação de ativos, destacando as consequências de ignorar esse fenômeno.

Citando Timothy Geithner, Presidente da Reserva Federal de Nova Iorque<sup>13</sup>, que afirmou que “o aumento do risco de ataques terroristas e sofisticação crescente dos ciber-ataques nas redes de informática acrescentou novas dimensões para as preocupações tradicionais de segurança, solidez e resiliência operacional”, o estudo indica que “além das perdas financeiras diretas causadas pela atividade criminosa, essas ameaças trazem um risco muito maior em relação à confiança na integridade das instituições financeiras, sistemas de pagamento e finalmente na própria rede mundial de transferências de recursos e ativos”

O estudo do World Bank aponta uma questão interessante relativa aos riscos enfrentados pelo sistema financeiro. “Um princípio fundamental da criminologia é que o crime segue oportunidade. E oportunidades para perpetrar crime abundam no mundo de hoje

---

<sup>11</sup> McAfee – Uma boa década para o cibercrime: Uma análise retrospectiva da McAfee sobre dez anos de cibercrime - 2011

<sup>12</sup> Capital Markets and E-Fraud – Working Paper 3586 - The World Bank Operations and Policy Department - 2005

<sup>13</sup> Atualmente Timothy Geithner é o Secretário do Tesouro do Governo dos Estados Unidos

totalmente dependente dos computadores. A indústria de serviços financeiros é agora cada vez mais vulnerável à manipulação inadequada e seus usuários estão na maioria das vezes indefesos”.

Em conclusão, de todo cabível a assertiva de que a divulgação de informações financeiras críticas, via websites não centralizados e especializados e mídias sociais, coloca em risco a transparência dos mercados e seu desenvolvimento.

Nem se olvide que, ante a repercussão altamente rumorosa das revelações sobre o acesso clandestino classificado como “espionagem de Estado”, o assunto “segurança digital” se constitui assunto do momento, que estende a preocupação muito além das relações de mercado e do ambiente empresarial, envolvendo já objetivos e interesses de governos.

Todo esse contexto mais se mostra contundente à consideração de que o Brasil sequer aprovou ainda uma lei de segurança digital, o que deveria ser o primeiro passo antes de se colocar a mídia eletrônica como opção excludente da mídia impressa.

### **A legislação de outros países**

O Edital de Audiência Pública fala em isonomia com outros mercados como o dos Estados Unidos, Reino Unido e França. Mas essa comparação não é válida, dado o nível de desenvolvimento dos mercados nesses países. Seria muito mais justo tecer comparações com mercados em níveis de desenvolvimento similares aos nossos. E nestes, a legislação tem favorecido a maior transparência como mecanismo incentivador do desenvolvimento do mercado.

São países que têm mercados financeiros em estágio de desenvolvimento similar ao Brasil, como Chile, Colômbia, Índia, Egito, Argentina, Peru, Espanha e Turquia, dentre outros. São países nos quais os mercados acionários ainda estão-se desenvolvendo e, nesse estágio de desenvolvimento, há grande preocupação com a disseminação da informação. Alguns, como a Índia, exigem a publicação dos balanços trimestrais, além de toda a negociação feita por *insider traders*. Na Turquia, a obrigatoriedade de publicação em jornal de grande circulação é recente, e foi introduzida no novo Código Comercial em 2005. No Chile, exige-se a publicação em jornal de grande circulação em até 20 dias após a aprovação dos balanços pela Assembleia Geral de Acionistas. Egito, Peru e Turquia exigem a publicação em pelo menos dois jornais de grande circulação. No

Uruguai, outro país onde a publicação obrigatória existe, até empresas limitadas têm que publicar seus balanços. Aliás, vale lembrar que este tópico, a publicação de balanços de empresas limitadas, também tem sido alvo de propostas dentro do processo de reformulação da legislação societária no Brasil.

Mas, um dos casos mais exemplares é o da Espanha. Sua “*Ley de Sociedades Anónimas*” de 1989, em seu artigo 275, parágrafo 1, diz: “*El balance a que se refiere el artículo anterior se someterá, para su aprobación, a la junta general de accionistas y se publicará en el "Boletín Oficial del Registro Mercantil" y en uno de los periódicos de mayor circulación en el lugar del domicilio social.*” Isto é, há a obrigação de publicação das informações financeiras em um dos jornais de maior circulação da sede da companhia, além da divulgação em publicação oficial, similarmente ao que ocorre no Brasil. O caso é exemplar dado que a Espanha tem um mercado financeiro de desenvolvimento recente, como o brasileiro.

Mas, até mercados mais desenvolvidos, como o da Alemanha, exigem a publicação de balanços. Lá, até relatórios intermediários devem ser publicados em jornais financeiros (*Börsenpflichtblätter*) designados pelo órgão regulador. E esses jornais têm que ter circulação transregional, considerando que a Alemanha é composta por diversas regiões, similares aos nossos estados. A divulgação **voluntária** na internet e em outros meios existe e é incentivada. Mas as autoridades as consideram insuficientes, já que não estão sujeitas à supervisão do órgão regulador, não oferecem segurança em relação à atuação de criminosos da internet, como os conhecidos *hackers* e, finalmente, essas autoridades consideram que a publicação de informações em centenas de *websites* ocasiona aumento de custos para os investidores, em oposição à publicação em alguns poucos jornais. Além disso, eles consideram que um número significativo de investidores não tem acesso à internet, dificultando a difusão das informações.

Podemos também citar a China, hoje a principal referência mundial em mercados emergentes. Lá, os relatórios financeiros de todas as empresas listadas em bolsa têm que ser publicados tanto em jornais como em *websites* definidos pela China Securities Regulatory Commission<sup>14</sup>. Os jornais indicados são os seguintes: Shanghai Securities News, China Securities Journal, Securities Times and Securities Daily. Já o *website* no qual as empresas devem divulgar seus relatórios é o <http://www.cninfo.com.cn>. Esse é

---

<sup>14</sup> <http://www.finasia.biz/tejonline/doc/ecn/ecnffin.htm>

um *website* privado e a centralização das publicações garante sua integridade. A publicação nos jornais e no *website* deve ser simultânea.

Em resumo, em diversos mercados com diferentes níveis de desenvolvimento, em particular aqueles que se encontram em estágio de evolução similar ao do mercado brasileiro, a divulgação de demonstrativos financeiros é obrigatória em jornais de grande circulação, que são o único meio que garante, de forma efetiva e responsável, a integridade, simultaneidade e transparência no processo de difusão da informação.

### **Conclusões e sugestões**

O Edital de Audiência Pública SDM nº 08/13 referente à alteração da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 – Divulgação de Ato ou Fato Relevante propõe a flexibilização da divulgação de informações, precisamente a de Atos e Fatos Relevantes, fundamentais para os investidores em particular e *stakeholders* em geral.

Em que pese a presumida boa intenção, se tais alterações forem implementadas nos termos como propostas, na verdade, irão de encontro ao ponto principal que os profissionais, acadêmicos, associações, reguladores, investidores e a sociedade como um todo buscam: o desenvolvimento do nosso mercado financeiro, que será um dos pilares para o tão almejado crescimento sustentável da economia brasileira.

A presente análise mostrou que:

1. os custos de difusão da informação são diminutos, ao passo que a difusão via internet é extremamente arriscada;
2. o uso de internet pelos brasileiros não é amplo, em particular pelos investidores em renda variável;
3. o custo de acesso à informação, no caso de esta se achar difusa no mundo digital, será alto e incidirá sobre os investidores, desestimulando a participação nos mercados financeiros;
4. não é clara a tendência, mencionada no texto editalício, sobre migração para plataformas eletrônicas da difusão da informação financeira; aliás, nos países emergentes essa tendência não é constatada;



5. finalmente, é fundamental que sejam preservados e ampliados os mecanismos que buscam e viabilizam, de forma efetiva, maior transparência, segurança e disponibilidade das informações cruciais para os mercados.

Se o que se tem em mente é adequar as práticas societárias às novas tecnologias, é fundamental que tal seja buscado de forma a promover o desenvolvimento do mercado financeiro no Brasil, que só será viável se tudo não for feito à custa de maior transparência e segurança desse mercado.

Dentro das premissas apontadas, e por todas as razões antes expostas, alguns balizamentos devem nortear a regulação pretendida, ao encontro da necessidade de maior transparência e segurança das informações relevantes para os atores de mercado e investidores:

1. o **ato ou fato relevante** a que se refere o Edital de Audiência Pública deve ser veiculado, obrigatoriamente, por mídia impressa, em jornais de grande circulação, utilizados habitualmente pela companhia, ainda que em forma resumida, apontando também para os endereços de *website* dos mesmos jornais, nos quais estarão disponíveis na íntegra os conteúdos respectivos;
2. de forma complementar ou subsidiária, e em caráter facultativo, a matéria informada poderá ser disponibilizada, para acesso gratuito, em portais de notícias de empresas jornalísticas, regidas pela Lei nº 10.610/2002;
3. nos sítios de jornais de grande circulação, a divulgação via internet deverá atender os requisitos de geração própria de conteúdos e certificação digital da autenticidade dos documentos disponibilizados.
4. no caso de portais jornalísticos, a mídia eletrônica deverá atender tríplice condição: ter geração própria de conteúdo, e não ser mero retransmissor de conteúdos gerados por terceiros, garantindo por essa forma a fidedignidade das informações; para garantir a segurança das informações, os arquivos disponibilizados nos *websites* deverão ter certificação digital; por último, deverão ter grande audiência, comprovada por instituto ou empresa de auditoria cadastrada por organização independente, nomeadamente o CENP – Conselho Executivo das Normas-Padrão.

5. finalmente, a publicação pela mídia impressa deverá conter indicação dos endereços na rede mundial de computadores, de portais jornalísticos nos quais será feita a divulgação simultânea, na íntegra, do referido conteúdo informativo.

A presente emenda visa, por conseguinte, diversamente da solução proposta pela MINUTA, tornar obrigatória a publicação dos atos e fatos relevantes da S/A, em um ou mais jornais de grande circulação, utilizados habitualmente pela própria companhia, de par com a divulgação simultânea da matéria, na íntegra, nos *websites* dos mesmos jornais, com certificação da autenticidade dos documentos por autoridade certificadora credenciada.

Em caráter facultativo, admite-se a divulgação concomitante em seções acessíveis gratuitamente, de outros portais de notícias, desde que relativos a empresas jornalísticas com geração própria de conteúdos, e tenham grande audiência comprovada, cujos endereços de sítios deverão constar da veiculação impressa.

**ANJ – ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE JORNAIS**



**Ricardo Pedreira**  
**Diretor Executivo**