

## **Comentários ao Edital de Audiência Pública SDM nº 08/13**

**Assunto:**

**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.**

Prof. Dr. William Eid Junior  
Professor Titular  
Coordenador do GVCEF  
Centro de Estudos em Finanças  
FGV/EAESP  
Escola de Administração de Empresas de São Paulo  
Fundação Getulio Vargas  
[william.eid@fgv.br](mailto:william.eid@fgv.br)  
Currículo Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4446137623088699>

Prof. Dr. Ricardo Ratner Rochman  
Professor Adjunto  
Coordenador do Mestrado Profissional em Economia  
Pesquisador do GVCEF  
FGV/EESP  
Escola de Economia de São Paulo  
Fundação Getulio Vargas  
[ricardo.rochman@fgv.br](mailto:ricardo.rochman@fgv.br)  
Currículo Lattes: <http://lattes.cnpq.br/0658814862350187>

**São Paulo, 24 de Setembro de 2013**

Prezados Senhores,

A análise a seguir discute o Edital de Audiência Pública em epígrafe.

### **Princípios para divulgação de dados financeiros e informações relevantes das empresas na internet**

A divulgação pela internet de fatos relevantes e informações da empresa que possam de alguma forma influenciar o seu preço nos mercados, como os de ações, derivativos, ou de dívida, devem se basear em três princípios: simultaneidade, sincronização, e segurança.

A simultaneidade implica que qualquer um, pessoa ou organização, tem acesso a informações sobre a empresa ao mesmo tempo. Ninguém do público em geral de investidores deveria ter uma vantagem informacional simplesmente por poder receber a informação antes dos demais, pois isso implicaria em ganhos acima do “normal” à custa dos demais investidores do mercado. Para garantir a simultaneidade, o servidor e website que abrigam os fatos relevantes devem estar preparados para receber milhares e até milhões de acessos ao mesmo tempo, sem perda de desempenho e travamentos, caso contrário alguns investidores poderão obter vantagem indevida no mercado. Veja por exemplo o caso do IPO do Facebook em 2012, quando os sistemas da NASDAQ não tiveram capacidade suficiente para receber e executar as ordens realizadas, e que culminaram com sanções aplicadas pela SEC à empresa<sup>1</sup>.

Para se garantir a simultaneidade, o website que for responsável pela divulgação das informações e fatos relevantes deve ser reconhecido como gerador e divulgador de notícias, devidamente registrado em órgão de classe, e que seja

---

<sup>1</sup> <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171575032#.UkApXcYn2m4>

regido por código de ética. Isso garantirá a fidedignidade das informações, e a disseminação de informações, pois websites de empresas geradoras de notícias são canais especializados de disseminação de dados, que checam suas fontes de dados e informações, e respeitados pela comunidade em geral, ou seja, não somente pelos acionistas da empresa, mas também pelos seus *stakeholders* (colaboradores, fornecedores, governos, etc.), que podem revisar seus relacionamentos com a empresa em função da informação recebida.

Veja o exemplo do TMX Group, grupo de empresas composto pela bolsa de valores de Toronto – Canadá – e sistemas de negociação (trading), que não permite que fatos relevantes e informações sensíveis sejam colocadas no website da empresa, ou divulgadas por email, sem que antes sejam disseminadas por algum serviço de rede notícias, para assim garantir simultaneidade e sincronização:

*“An issuer must not post a material news release on a website or distribute it by e-mail or otherwise on the Internet before it has been disseminated on a news wire service in accordance with TSX Timely Disclosure Policy<sup>2</sup>.”*

O TMX Group também recomenda que os fatos relevantes sejam divulgados por outros meios tradicionais, além da internet, para possibilitar maior abrangência de divulgação dos dados, ou seja, a divulgação dos fatos relevantes em jornais impressos, e outros meios ainda são importantes para atingir os investidores:

*“Disclosure by the Internet alone will not meet an issuer’s disclosure requirements and an issuer must continue to use traditional means of dissemination.”*

---

<sup>2</sup><http://www.tmx.com/en/pdf/ElectronicCommunications.pdf>  
<http://www.tmx.com/en/pdf/PolicyStatementOnTimelyDisclosure.pdf>

A escolha do website da empresa de notícias, que divulgará primariamente as informações das empresas, deve ser baseada de forma a garantir o acesso mais amplo possível pela comunidade de investimentos. Para tal recomenda-se que a audiência do website seja comprovada por empresa de auditoria cadastrada por organização independente, e que parâmetros mínimos de audiência sejam estabelecidos pela CVM para maximizar a disseminação das informações. O website de notícias deverá ter seção com acesso gratuito para a disponibilização dos fatos relevantes de maneira integral, permitindo que os investidores e *stakeholders* tenham acesso indiscriminado a informação sensível da empresa.

A qualidade da informação é mais importante do que a quantidade dela, é a conclusão de uma série de artigos publicados no *Journal of Corporate Finance*<sup>3</sup> na edição de junho de 2007, que analisou o impacto no mercado da Regulation FD<sup>4</sup> adotada em agosto de 2000 pela Securities Exchange Commission (SEC), que versa sobre divulgação seletiva de informação. Os artigos dessa série do *Journal of Corporate Finance* mostrou que a divulgação excessiva, e até desordenada, de informações confunde os investidores, e impacta negativamente o custo de capital das empresas, em especial das pequenas e de médio porte. Por isso, é essencial que a informação seja filtrada e transmitida por serviços certificados de divulgação de notícias, do que simplesmente inundar o website da própria empresa com montanhas de dados, que confundirão os investidores, principalmente os pequenos investidores que não possuem recursos para pagar os serviços de analistas de mercado.

A sincronização envolve ligar sistemas ao redor do mundo para divulgar notícias para a comunidade financeira global, ou seja, é a capacidade de transmitir notícias, e fatos relevantes para os participantes do mercado alimentando sistemas financeiros de bancos, corretoras, e outras instituições financeiras, e

---

<sup>3</sup> *Journal of Corporate Finance*, Volume 13, Issues 2–3, June 2007, Pages 335–342.  
<http://www.sciencedirect.com/science/journal/09291199>

<sup>4</sup> <http://www.sec.gov/answers/regfd.htm>

portais para público em geral ou específico de forma instantânea. Ter sincronização, ou seja, uma plataforma de tecnologia de informação que permita a simultaneidade é essencial para garantir a difusão de informações dentre os vários mercados financeiros, nacionais e até mesmo internacionais, dada a importância que os investidores internacionais possuem na economia brasileira. A sincronização só é possível com um provedor de informações que tenha condições, uma rede de conexões, de difundir dados para outros websites, portais, ou até mesmo outros provedores de informações. Sem essa rede de conexões o acesso aos fatos não será disponível aos participantes em geral, e não haverá mercados eficientes da maneira informacional. Desta forma, a publicação de fatos relevantes somente no website da própria empresa não garante sincronização com o mercado financeiro e de capitais.

Não adianta disponibilizar os fatos e informações ao mercado se não se pode garantir a segurança deles. O documento *The Economic Impact of Cybercrime and Cyber Espionage*<sup>5</sup> estima que as atividades criminosas realizadas na internet resultem em montante entre US\$300 bilhões e US\$1 trilhão, ou entre 0,4% e 1,4% do PIB<sup>6</sup> global, valores superiores aos roubos ou aos acidentes com automóveis, ocorridos nos Estados Unidos. Quando se discute a divulgação de informações que afetam a valorização dos títulos emitidos, ou relacionados, à empresa nos mercados financeiros onde ela atua, a segurança é essencial. Na internet surgem novos websites a cada minuto que passa, e muitos são criados por fraudadores, ou que permitem que sejam modificados por qualquer um como, por exemplo, a famosa enciclopédia Wikipedia<sup>7</sup>.

A segurança do website, e provedor de informações, deve garantir que os fatos e informações prestadas não sejam violados por terceiros, e nem modificados após a sua divulgação, garantindo histórico, controlando o acesso, e a conformidade

---

<sup>5</sup> <http://www.mcafee.com/us/resources/reports/rp-economic-impact-cybercrime.pdf>

<sup>6</sup> Produto Interno Bruto

<sup>7</sup> <http://www.wikipedia.com>

das informações. As ações de um hacker podem inclusive serem comparadas com operações de *insider trading* (uso de informação privilegiada), por isso a segurança do website que hospeda a informação é importante, como é argumentado no documento *The Economic Impact of Cybercrime and Cyber Espionage*<sup>8</sup>, do Center for Strategic and International Studies, de julho de 2013:

*“Insider trading, or its hacking equivalent, may look like a victimless crime but it reduces social welfare and harm financial markets. An astute hacker may manipulate stock prices or automated trading systems, putting out false news that could affect a price or the market. The effect may be short lived, but a hacker could execute trades planned in advance. In the case of stock manipulation, the cyber crime resembles insider trading which can be notoriously difficult to detect.”*

SARRA (2007)<sup>9</sup>, em seu artigo sobre *Disclosure as a Public Policy Instrument in Global Capital Markets*, reforça a importância da proteção ao investidor quando se divulga informações da empresa pela internet, principalmente quanto a constituição de medidas contra possíveis adulterações do conteúdo disponibilizados no ambiente web, que poderão levar a decisões equivocadas e prejuízos aos investidores:

*“If web-based disclosure access is to equal delivery of information for purposes of meeting market disclosure requirements, it is important to build in a high degree of investor protection, including measures that guard against information tampering. It is also important that regulators are*

---

<sup>8</sup> <http://www.mcafee.com/us/resources/reports/rp-economic-impact-cybercrime.pdf>

<sup>9</sup> SARRA, J. *Disclosure as a Public Policy Instrument in Global Capital Markets*. TEXAS INTERNATIONAL LAW JOURNAL, Vol.42:875, 2007.  
<http://www.tilj.org/content/journal/42/num3/Sarra875.pdf>

*able to monitor disclosure, given its function as a regulatory tool.” SARRA (2007).*

A certificação digital torna-se então vital para a garantia da segurança das informações e arquivos disponibilizados quando da divulgação do fato relevante, pois evita fraudes, aumenta a transparência, e amplia a disseminação por canais responsáveis de informações. É por meio da certificação digital que se pode garantir a integridade dos dados, algo que mercados desenvolvidos, e em desenvolvimento, como, por exemplo, a China tenta construir, reduzindo os riscos de fraudes, manipulação do mercado, etc., como relatado por SARRA (2007):

*“While the use of internet-based disclosure has resulted in a significant expansion of the amount of disclosure, the technological advances have also amplified the risks in the market. China faces new challenges of data quality, reliability and the potential abuse of the internet to disseminate misleading information, provide false advice, defraud investors and manipulate the market. Its regulators are currently engaged in a process to improve the integrity of electronic disclosures.”*

Os certificados digitais utilizam métodos de criptografia, com assinaturas digitais, e envolvendo autoridades certificadoras, que visam aumentar a segurança dos dados e informações trocados entre os usuários da internet. Nos dias de hoje, onde as ações de hackers, e indivíduos mal intencionados, crescem e se tornam mais e mais sofisticadas, é de grande relevância o uso de certificados digitais e implantação de medidas de segurança na internet, especialmente quando se trata de informações que afetam as finanças de pessoas e empresas, como a divulgação de fatos relevantes. A ausência de certificados digitais e mecanismos que garantam a segurança do website afasta usuários, e reduz o efeito da

disseminação de informações. Uma pesquisa de 2006 da International Telecommunication Union<sup>10</sup> mostrou que 40% dos entrevistados deixaram de realizar transações pela internet devido a preocupações com a segurança do website.

É necessário que não somente os dados estejam seguros, mas também que as informações e fatos relevantes sejam disseminados nas datas e horários estabelecidos pela empresa, de tal forma que não haja vazamento de informações, ou privilégio indevido a um grupo de investidores ou instituições. Uma vez divulgado o fato relevante no website da CVM, é importante que o website de notícias escolhido pela empresa para divulgação disponibilize o fato relevante em até duas (2) horas, tempo necessário para ajustes do website, confirmação e checagem dos dados, e liberação aos usuários da internet.

Rochman e Eid Jr. (2006)<sup>11</sup> apontam que os insiders de empresas brasileiras obtém em média nas negociações das ações de empresas, que possuem relacionamento como *insider*, retornos superiores ao considerado “normal” pelo mercado. Se os *insiders* já possuem essa vantagem informacional, a divulgação de informações e fatos relevantes, sem os princípios aqui apontados, e sem a garantia de um ambiente especializado e adequado para disseminação das informações, só levaria a maiores prejuízos aos investidores em geral.

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

---

<sup>10</sup> [http://www.itu.int/newsroom/press\\_releases/2006/09.html](http://www.itu.int/newsroom/press_releases/2006/09.html)

<sup>11</sup> ROCHMAN, Ricardo Ratner; EID Junior, William. Insiders conseguem retornos anormais? Estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada na Bovespa. In: ENANPAD, Salvador. Anais... Salvador: 2006.



dezembro de 2009 – Divulgação de Ato ou Fato Relevante propõe a flexibilização da divulgação de informações como Atos e Fatos Relevantes, fundamentais para os investidores em particular e stakeholders em geral. Em que pese sua aparente boa intenção, se essas alterações forem implantadas 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 nossa economia.

Esta análise mostrou que:

1. Os custos de difusão da informação são minúsculos, que a difusão somente pela internet é extremamente arriscada, ainda mais se for feita sem o estabelecimento de padrões de divulgação, auditoria, conformidade, e certificação,
2. Que não é clara a tendência descrita na consulta pública sobre migração para plataformas eletrônicas da difusão da informação financeira, aliás, nos países emergentes essa tendência não é constatada, e nos desenvolvidos ainda está em fase de aprendizagem, ainda mais pelo aparecimento das redes sociais, como, por exemplo, Facebook, Twitter, etc.,
3. E finalmente é fundamental que sejam preservados e ampliados os mecanismos que buscam a maior transparência dos mercados

Se o que buscamos é uma adequação das práticas societárias as novas tecnologias, é fundamental que isso seja feito de forma a promover o desenvolvimento do mercado financeiro no Brasil. E isso só é viável se tudo for feito no intuito de promover uma maior transparência e segurança desse mercado.

As sugestões a seguir vão exatamente ao encontro dessa necessidade de maior transparência e segurança.

1. O website escolhido para divulgação de informações deverá ter seção com acesso gratuito ao fato relevante em sua integralidade.
2. A divulgação das informações financeiras a que se refere o Edital de Audiência Pública se fará, dentre outros meios, obrigatoriamente por website que divulgue notícias.
3. O website deverá ter geração própria de conteúdo, e não ser apenas um retransmissor de conteúdos gerados por terceiros garantindo assim a fidedignidade das informações, e a especialização na disseminação de informações verdadeiras.
4. O website terá que ter grande audiência comprovada por empresa de auditoria cadastrada por organização independente
5. O website deverá ter capacidade técnica para atender milhares, ou até mais, de acessos de usuários da internet, e ser capaz de disponibilizar as informações em até duas (2) horas após a divulgação do fato relevante no site da CVM.
6. De forma a garantir a segurança das informações os arquivos disponibilizados no website deverão ter certificação digital.