
PARECER SOBRE DISPENSA DE PUBLICAÇÃO EM JORNAL DE AVISOS DE OFERTAS DE AÇÕES



FUNDAÇÃO
GETULIO VARGAS



Escola de Administração
de Empresas de São Paulo



Centro de Estudos em
Finanças da EAESP

JANEIRO 2014

Prof. William Eid Junior

João Fraga, PhD

Pedro Luiz Albertin Bono Milan, MsC

Berenice Righi Damke, SR

GV CEF

Centro de Estudos em Finanças

EAESP – Escola de Administração de Empresas de São Paulo

FGV - Fundação Getúlio Vargas

ÍNDICE

Introdução	3
O Mercado de Capitais e a Eficiência da Informação	3
Educação Financeira e Desenvolvimento do Mercado.....	8
Confiança e Acesso do Investidor ao Mercado de Ações.....	11
Acesso: o risco de ocultar a oferta de ações do investidor	12
Fragilidades da Internet como fonte confiável de informação	13
O Custo da Difusão da Informação Financeira.....	20
A Integração das Mídias	25
Conclusão	28
Proposta de redação da Instrução	31

Introdução

O Edital de Audiência Pública SDM nº 12/13 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) propõe a dispensa da publicação do Anúncio de Início de Distribuição e também do Aviso ao Mercado, de que tratam os artigos 52 e 53 da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário no Brasil. O Edital propõe que esses Anúncios sejam publicados “nas páginas da rede mundial de computadores da emissora, do ofertante, das instituições intermediárias integrantes do consórcio de distribuição, da CVM e da entidade administradora do mercado organizado nos quais os valores mobiliários da emissora sejam admitidos à negociação”. O objetivo da proposta de alteração à norma atual, segundo o referido Edital, é “facilitar e diminuir os custos de acesso ao mercado de capitais brasileiro por parte das pequenas e médias empresas”.

O mesmo Edital afirma que “a ampla divulgação tanto do início quanto do encerramento da oferta pública é necessária para assegurar o acesso dos investidores a informações sobre os valores mobiliários ofertados e as companhias emissoras”. Concordamos plenamente com isto, conforme será detalhado neste trabalho. Porém, o Edital afirma que “não seria demais concluir, inclusive, que a divulgação de conteúdo em sítios eletrônicos, tais como o portal de uma entidade administradora de mercados organizados, garante mais rápida, ampla e equânime divulgação de informações em comparação com os jornais distribuídos na forma impressa”. Argumento com o qual discordamos, em função da insegurança e riscos relativos à divulgação de informações em sítios na internet, além de questões relativas à perenidade da informação, conforme detalharemos a seguir.

Há inúmeros argumentos contrários à implementação do proposto no referido Edital de Audiência Pública que são apresentados a seguir neste parecer.

O Mercado de Capitais e a Eficiência da Informação

Os benefícios de fortalecer o mercado de capitais brasileiro ficaram evidentes nos últimos 10 anos com novos e representativos processos de abertura de capital de empresas, ampliando o volume de títulos negociados no mercado e permitindo novas possibilidades de financiamento e investimento. Por outro lado, o movimento de

recuperação do mercado realçou aspectos que retardam o avanço efetivo e transparente do mercado de capitais.

Desde 2007, com a crise internacional e consequente fuga de investidores estrangeiros, o mercado de capitais brasileiro viu a necessidade de ampliar a base interna de investidores e de incentivar novas empresas a abrir o capital. A discussão em torno das ações necessárias para atingir este objetivo permanece intensa e intrigante.

Um mercado financeiro maduro é condição para o desenvolvimento de um consistente mercado de capitais, que visa proporcionar liquidez aos títulos emitidos pelas empresas e governos, garantindo acesso a recursos financeiros e uma variedade de investimentos. Para o economista Joseph Stiglitz¹, um mercado de capitais sólido e aberto permite maximizar a renda da população de um país, através da possibilidade de investimentos com melhores taxas de retorno, pela melhora da competição internacional por recursos financeiros, por uma maior segurança econômica em momentos de crise, pelo maior acesso a capitais, e por pressionar a economia em busca de melhor qualidade em produtos e serviços.

Em mercados onde o crédito de longo prazo ainda é restrito, como ocorre no Brasil, o mercado de capitais se torna ainda mais importante como alternativa de financiamento para as empresas. Joseph Schumpeter² amplia a função principal do mercado de capitais, como o comércio de crédito com o propósito de financiar o desenvolvimento econômico. O desenvolvimento cria e alimenta o mercado, e no curso do desenvolvimento, o mercado desenvolve as próprias fontes de rendimento. Assim, o mercado de capitais permite que investidores diversifiquem a exposição de seus ativos em diversas empresas e setores, reduzindo o risco do sistema econômico como um todo.

Além disso, o mercado de capitais é uma importante forma de uso eficiente da poupança, destinando recursos improdutivos para melhores alternativas de investimentos, acelerando o desenvolvimento econômico e social. Quando os agentes do mercado atuam de forma transparente, o mercado de capitais se torna o vínculo entre a poupança gerada por uma fração da sociedade e o investimento das empresas, permitindo melhorar o bem estar social, aumentando a capacidade produtiva das empresas e gerando mais empregos e renda.

¹ Stiglitz, Joseph E. "Capital market liberalization, economic growth, and instability." *World development* 28.6 (2000): 1075-1086.

² Schumpeter, Joseph Alois. *Teoria do Desenvolvimento: O mercado monetário*. São Paulo: Ed. Abril, 1984. p. 86-87

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro vem sendo discutido intensamente pelos participantes do mercado, pela CVM e pela imprensa. Importantes passos para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro foram dados nos últimos anos, sendo observado um aumento do número de empresas com controle acionário mais pulverizado e uma maior adesão ao uso de ações ordinárias, em oposição ao uso de ações preferenciais, sem direito a voto. Porém, o mercado ainda enfrenta dificuldades para avançar com maior rapidez.

Muitos estudiosos e analistas endereçam a baixa educação financeira do investidor, a baixa eficiência informacional e os elevados custos para as empresas de capital aberto, como determinantes para a atual situação do mercado. O número atual de investidores em bolsa, no Brasil, considerando-se o número de contas de custódia, é de 590 mil³. Ou seja, em torno de 0,30% da população, de aproximadamente 200 milhões de habitantes⁴, **ficando atrás de países onde o desenvolvimento e renda da população são semelhantes ao Brasil, como Rússia, China e Índia, países onde, inclusive, são feitas publicações legais em jornais impressos**. Além disso, é possível observar a dura realidade das sociedades corretoras na busca por investidores e melhor rentabilidade financeira, levando boa parte das corretoras à procura de novas formas de atrair e reter investidores.

Frequentemente, a mídia⁵ expõe a insegurança de pessoas físicas em investir na bolsa de valores, atribuindo ao medo de perder dinheiro e a complexidade do processo como fatores determinantes para manter seus recursos aplicados em renda fixa, em especial na poupança. Segundo o Relatório do Banco Central⁶, a caderneta de poupança bateu novo recorde de ingresso líquido em 2013, somando R\$ 71,047 bilhões, o maior desde o início da série histórica em 1995.

Neste cenário, embora ainda haja participantes que afirmam que os custos de se tornar e manter uma empresa de capital aberto seja alto, a ponto de inibir a chegada de novas empresas e distanciar novos investidores, a eficiência informacional e a educação financeira do investidor são consideradas de forma unânime os pilares para o efetivo desenvolvimento deste mercado.

³ Fonte: BMF&Bovespa - www.bmfbovespa.com.br, em janeiro/2014.

⁴ Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) - www.ibge.gov.br

⁵ <http://exame.abril.com.br/rede-de-blogs/etiqueta-financeira/2013/08/12/a-bolsa-de-valores-e-para-todos-e-mesmo/>

⁶ <http://www.bcb.gov.br/?IMPRESARELPOP>

Eficiência Informacional

A eficiência informacional nos mercados financeiros é a transmissão rápida 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.

Os investidores baseiam suas decisões nas informações e apenas com uma difusão eficiente delas é que podemos gerar preços justos para os ativos e, sobretudo, confiança dos investidores, permitindo a transferência de recursos entre agentes econômicos superavitários e deficitários, isto é, eles devem propiciar acesso a recursos para as pessoas e organizações que precisam deles, ao mesmo tempo em que permitem que aqueles que dispõem de recursos possam investi-los.

O World Bank⁷ destaca que um sistema financeiro forte é aquele que fornece informações confiáveis e acessíveis, diminuindo os custos de transação, reforçando a alocação de recursos e o crescimento econômico. A disseminação ampla e eficaz da informação é fundamental para o desenvolvimento dos mercados financeiros. A necessidade de eficiência informacional dos mercados é conceito solidificado tanto entre os profissionais como entre os acadêmicos. Sem essa eficiência, os investidores se afastam dos mercados, não propiciando à sociedade os tão necessários meios de transferência de recursos entre agentes superavitários e deficitários.

Há inúmeros estudos que comprovam a relação entre transparência e desenvolvimento dos mercados. Frederick Choi e Gary Meek⁸, afirmam que o crescimento do mercado de capitais atrai investidores individuais e impulsiona as instituições a melhorarem suas práticas de divulgação. Com isso, a busca por um melhor processo informacional pode levar as organizações a oferecerem dados até então não disponíveis ao mercado. Além disso, um estudo fundamental do prof. Allen Ferrel⁹, da Universidade de Harvard, relaciona o processo informacional com transparência e proteção dos acionistas. 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

⁷ <http://data.worldbank.org/topic/financial-sector>

⁸ Choi, F. D. S., Meek, G. K.(2008) International accounting. (7. ed.) New Jersey: Pearson Prentice Hall.

⁹ 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

proteger seus benefícios privados de controle. Silveira, Lanzana, Barros e Famá¹⁰ estudaram o efeito dos benefícios privados de controle, e evidenciaram que quanto maior a diferença entre o direito de voto do acionista controlador (direito de controle) e seu direito sobre o fluxo de caixa, maior o potencial de expropriação dos minoritários e, conseqüentemente, pior a avaliação da empresa pelo mercado, resultando em menor valor corporativo.

A difusão da informação, além de atingir a todos os investidores, deve ser feita de forma concomitante e econômica. Se há um custo elevado para acessar a informação, o mercado deixa de ser informacionalmente eficiente, permitindo que alguns investidores tenham ganhos em relação ao total do mercado. Isto é, apenas os maiores investidores ou os que têm mais recursos poderão acessá-la, levando esse grupo a ganhos anormais em relação ao mercado. Se só atinge uma parte dos investidores, estes também poderão ter ganhos em relação ao restante do mercado. É importante ressaltar que, nos mercados financeiros, quando um grupo ganha de forma consistente em relação a outro, o mercado se enfraquece, já que este segundo grupo tende a se afastar. Esse enfraquecimento pode levar o mercado à total falta de liquidez, por absoluta escassez de participantes.

Tal enfraquecimento tem relação direta com a questão de confiança nos mercados. Mercados que não geram confiança para os seus participantes não prosperam. Observamos isso constantemente. Depois de notícias relacionadas a fraudes num determinado mercado, os investidores se afastam dele.

No Brasil, é desejado exatamente o contrário: um mercado financeiro eficiente informacionalmente, com a participação de muitos investidores e que seja uma fonte de financiamento permanente para as empresas.

Muitos acreditam que a informação financeira das grandes empresas só interessa a um grupo restrito de investidores. Esse é um grande engano. Há alguns anos, foi criado o termo *stakeholder* para designar o conjunto de pessoas ou organizações que têm interesse numa empresa. Podemos pensar em alguns exemplos. O indivíduo que vai procurar emprego, se aceito, muitas vezes muda de município ou de bairro em função da localização da empresa. Ou abandona outras oportunidades. Sem informações abundantes, ele pode se empregar numa empresa que fechará em poucos meses. Um prefeito, que cede áreas de seu município para a instalação de empresas, sem informações,

¹⁰ Silveira, Alexandre Di Miceli da; Lanzana, Ana Paula ; Barros, Lucas Ayres B C de ; Fama, Rubens . Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. RAUSP. Revista de Administração, São Paulo, v. 39, n.4, p. 362-372, 2004

corre o risco de ficar com um parque industrial deserto se as empresas não se desenvolverem. Um fornecedor pode ter sua saúde financeira comprometida se não conhece as reais condições de seus clientes. Assim como um cliente pode, em caso de grande dependência, sofrer muito se a empresa que ele escolheu para fornecer insumos fundamentais ao seu negócio falir.

Esses poucos exemplos já nos dão a dimensão da importância que a informação empresarial, principalmente das grandes empresas, tem para a sociedade. Este fato é reconhecido universalmente e em diversas economias. Todas as empresas devem prestar contas à sociedade, não apenas as listadas em bolsas. O legislador brasileiro, assim como em diversos outros países, considera que a sociedade tem o direito de acessar informações de grandes organizações, reconhecendo o impacto que essas organizações têm na vida do cidadão.

Educação Financeira e Desenvolvimento do Mercado

A educação financeira, nos últimos anos, transformou-se em política de governo, em vários países ao redor do mundo, principalmente depois que a Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) passou a recomendar aos países membros o desenvolvimento de estratégias nacionais para abordar o tema.

A OECD¹¹ define a educação financeira como o “processo pelo qual investidores e consumidores de serviços financeiros aprimoram os seus conhecimentos de produtos, conceitos e riscos financeiros, e, por meio de informação, instrução e orientação, desenvolvem competências e adquirem valores que os tornam mais atentos às oportunidades e aos riscos financeiros”. No diagnóstico da OECD, à medida que parcela maior da população tem acesso a transações financeiras, mesmo básicas, como abrir e manter contas bancárias, e ao mesmo tempo os mercados financeiros tornam-se mais sofisticados e novos produtos são oferecidos aos cidadãos, aumenta a responsabilidade desses em relação a decisões financeiras para as quais muitas vezes não estão preparados. As pesquisas conduzidas por organizações internacionais, observa a entidade, indicam que a maior parte dos indivíduos não compreendem conceitos financeiros como taxas de juros compostas e diversificação de risco. As pessoas tendem a superestimar o seu

¹¹ OECD. Advancing National Strategies of Financial Education. Paris, 2013.

conhecimento sobre finanças e a se concentrar no curto prazo. Não poupam com uma perspectiva de longo prazo e se fiam em demasia no crédito. Suas decisões financeiras são a maior parte das vezes desinformadas.

Para a OECD, frente à falta de conhecimento financeiro da população, os governos deveriam atuar para educá-las. Segundo seu último relatório¹², 45 países já desenvolveram estratégias nacionais, sendo um deles o Brasil. O governo brasileiro estabeleceu a Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF) com o objetivo anunciado de aumentar o poder dos consumidores e estabelecer políticas de educação financeira, inclusão financeira e proteção do consumidor. Uma das fontes consideradas para construir a ENEF foi a pesquisa nacional feita em conjunto com a BM&FBOVESPA. A pesquisa¹³ mostrou que a população tem baixo nível de educação financeira, sendo que, por exemplo, apenas 31% dos entrevistados guardavam dinheiro regularmente para a aposentadoria.

As políticas da ENEF têm como público-alvo os jovens, crianças, mulheres assistidas pelo programa Bolsa Família e aposentados. A ENEF é governada pelo Comitê Nacional de Educação Financeira (CONEF) e apesar deste ter entre seus integrantes, representantes da CVM e da BM&FBOVESPA, a educação sobre o mercado de ações não está entre os objetivos da ENEF. A Bolsa mantém material educativo no seu site e oferece cursos sobre mercado de ações, programas que segundo o relatório do CONEF fariam parte do ENEF, o que não é confirmado pelo site da própria Bolsa que listava, até recentemente, a educação financeira como uma entre suas 12 iniciativas de sustentabilidade.

A participação de investidores pessoas físicas no mercado de ações é considerada pequena, mesmo em mercados desenvolvidos, como o dos Estados Unidos, o que gerou um “puzzle” na literatura acadêmica: porque tão poucos domicílios mantêm posições em ações ou em fundos mútuos de ações? Numa pesquisa feita por Rooij e Lusardi¹⁴, na Holanda, apenas 23,8% dos domicílios detinham ações ou cotas de fundos. Os autores mostraram que, embora a participação aumentasse com a escolaridade, ainda era pequena entre os indivíduos com grau universitário. A pesquisa constatava que a escolaridade não era indicador adequado do nível de educação financeira e que a reticência em manter

¹² OECD. Advancing National Strategies of Financial Education. Paris, 2013

¹³ OECD. Advancing National Strategies of Financial Education. Paris, 2013

¹⁴ ROOIJ, M.; LUSARDI, A. Financial Literacy and Stock Market Participation. NBER Working Paper Series, NBER, Outubro, 2007.

posições em ações tinha de ser explicada por outros fatores. A participação no mercado de ações aumentava com a idade, principalmente depois dos 40 anos, e era muito menor entre as mulheres do que entre os homens, crescendo significativamente, como seria de se esperar, com o aumento da renda e do patrimônio.

Uma explicação óbvia para a baixa participação por domicílios no mercado de ações é de que esses são ativos complexos e os indivíduos têm dificuldade de entender o seu funcionamento e o mercado onde são negociados. Os *índices de educação financeira* dos testes avançados, que incluíam a aferição de conhecimento específico sobre o mercado de ações, mostraram relação direta com a participação no mercado. Cada desvio-padrão a mais no valor do índice apurado para um domicílio correspondia a 8 pontos percentuais de acréscimo na participação do domicílio no mercado de ações. Tal relação, contudo, não se estabelecia com significância estatística quando o índice analisado era dos testes de conhecimentos financeiros básicos, feitos nos moldes sugeridos pelo OECD.

A conclusão é de que o papel da educação financeira na participação no mercado de ações não deve ser subestimado. Mas o que de fato faz diferença são os conhecimentos específicos sobre ações e os mecanismos de negociação. Esforços, nos moldes propagados pelo OECD, para promover o desenvolvimento do conhecimento básico sobre finanças pessoais para população, são louváveis, mas não são suficientes para formar interessados para o mercado de ações. Um passo além deve ser dado. Como não é razoável que dinheiro público seja utilizado para esse fim, espera-se que entidades que se beneficiam do mercado de ações, contribuam para o seu desenvolvimento. É um leque que certamente incluem as empresas listadas, a Bolsa e os intermediários financeiros.

Ao examinarmos o conteúdo do Aviso ao Mercado e o do Anúncio de Início de Distribuição das ofertas de ações publicados nos jornais, que é o objeto das alterações propostas pela CVM na Instrução nº 400, observamos que eles consistem na descrição pormenorizada das características da oferta, na tentativa de exaurir as informações que já estão apresentadas nos prospectos (preliminar ou definitivo). O resultado é o texto exibido em caracteres minúsculos, cuja leitura exige a utilização de uma lupa. É curioso que um resumo mais amigável e educativo para o leitor não seja incentivada pelo regulador. Todos – empresa, ofertantes, *underwriters* e regulador – parecem preocupados em mitigar o risco de omissão e não de informar didaticamente ao investidor.

Essa prática contrasta com as apresentações feitas nos *roadshows*, momento em que empresa e *underwriters* discorrem sobre a oferta para investidores institucionais, em reuniões privadas, durante o período que vai da publicação do Aviso ao Mercado até a

data do *bookbuilding*. Além do prospecto, eles habitualmente fazem uso de uma coleção de *slides* que descreve a empresa e a oferta de forma didática e seletiva, material que é submetido e aprovado previamente pelo regulador, mas não é tornado público no Brasil.

Nossa proposta é que o Aviso ao Mercado e o Anúncio de Início passem a ser construídos com o mesmo critério de seleção, em que se privilegie a informação didática e não a informação exaustiva, estabelecendo-se tratamento isonômico entre investidores em geral e investidores institucionais.

Confiança e Acesso do Investidor ao Mercado de Ações

Muitas pessoas, principalmente aquelas não familiarizadas com finanças, olham o mercado de ações como um ambiente no qual precisam confiar que é equânime e seguro. Confiança pode ser associada com a probabilidade que as pessoas atribuem à possibilidade de serem enganadas. Quanto maior a probabilidade, menor será a confiança, cuja distribuição exhibe características objetivas e subjetivas. Aspectos da estrutura dos mercados financeiros, como a proteção oferecida ao investidor pela regulação e a segurança jurídica, condicionam objetivamente o risco de fraudes. Mas diferenças culturais, educacionais e religiosas podem fazer com que a confiança subjetivamente varie tanto entre indivíduos, como entre países.

Uma pesquisa desenvolvida por Guiso, Sapienza e Zingales¹⁵ mostrou que indivíduos confiantes têm mais probabilidade de investir em ações e, ao fazê-lo, destinar ao investimento parcela maior de sua riqueza. É importante salientarmos que falta de confiança não deve ser confundida com aversão ao risco. Pessoas mais avessas ao risco tenderiam a fazer uso de seguros (do carro, da residência, de vida) com mais frequência, mas a pesquisa mostrou que esse não era o caso dos menos confiantes que, ao contrário, faziam menos uso de seguros do que os mais confiantes. Outra evidência apresentada pela pesquisa de que não se tratava de aversão ao risco é o comportamento de emigrantes nos Estados Unidos que diferem na participação no mercado de ações em função da qualidade das instituições do seu país de origem: aplicam à atitude em relação aos seus investimentos a confiança no ambiente em que nasceram e não no que vivem.

¹⁵ GUIZO, L.; SAPIENZA, P.; ZINGALES, L. Trusting the Stock Market. *Journal of Finance*, 63, nº 6, 2008

A participação no mercado de ações pode ser desencorajada, não só pela atitude de desconfiança em geral, mas também de desconfiança nas instituições que dão acesso ao mercado, como corretoras de valores, *underwriters*, bolsas e entidades de liquidação das operações. Se as instituições do país têm baixo nível de confiança, a participação será menor, mesmo entre os indivíduos mais ricos. Por outro lado, a preferência de muitos indivíduos por ações de companhias com as quais têm familiaridade revela a correlação entre confiança e conhecimento do ambiente onde o investidor vive.

Sendo a confiança afetada pela cultura e a história, então ela será diferente entre países. Guiso, Sapienza e Zingales¹⁶ citam especificamente o Brasil, onde a confiança aferida pela *World Values Survey*¹⁷ era de 3%, enquanto na Dinamarca era de 67%. A medida de confiança utilizada foi a da proporção de indivíduos em cada país que concordaram com a assertiva de que a maior parte das pessoas é confiável. Nos testes econométricos conduzidos pelos pesquisadores, a medida de confiança explicou a diferença entre países na participação da população no mercado de ações e também a dispersão acionária das empresas: quanto maior a confiança, maior é participação e menor é parcela do capital das empresas em poder de controladores.

É razoável acreditar que se a confiança é baixa, e essa pode ter impacto na participação dos investidores no mercado de ações, então o próprio mercado tenderia a desenvolver mecanismos de mitigação. É o que pode explicar a existência de uma série de características da estrutura do nosso mercado

Acesso: o risco de ocultar a oferta de ações do investidor

Ao retirar dos jornais a publicação do Aviso ao Mercado, dando conta do início do período de reserva da oferta de ações e também do Anúncio de Início de distribuição, a Instrução nº 400 da CVM irá ocultar a oferta dos seus potenciais interessados. Além de reduzir a demanda, a alteração irá prejudicar o desenvolvimento daquela que foi a porta de entrada de novos investidores no mercado de ações, ao longo dos últimos dez anos.

¹⁶ GUIISO, L.; SAPIENZA, P.; ZINGALES, L. Trusting the Stock Market. *Journal of Finance*, 63, nº 6, 2008

¹⁷ World Values Survey é um projeto mundial, conduzido por um rede de cientistas sociais que estudam, a partir de pesquisas aplicadas em quase 100 países, as crenças e valores das pessoas e o impacto político e social que elas têm.

Pela proposta de alteração da Instrução nº 400, a publicação do Aviso de Mercado e do Anúncio de Distribuição se dará nas páginas da Internet da companhia, do ofertante, se houver, pois a oferta pode ser somente primária, dos intermediários e da Bolsa. Vamos examinar a posição de cada um desses atores em contraponto ao interesse do potencial investidor.

Em relação à companhia, a pergunta que se faz de imediato é qual companhia? Em se tratando de IPO, a empresa por definição não é listada e o investidor teria de intuir que companhia estaria vindo ao mercado e em que momento. Considerando as centenas de empresas brasileiras com potencial de abrir o capital e considerando que período de reserva de uma oferta de ações típica não dura mais do que quinze dias, seria enorme a possibilidade da oferta passar despercebida pelo investidor não profissional.

No caso dos intermediários, é pressuposto da proposta de que o investidor já é cliente de algum intermediário que faça parte do consórcio de distribuição. Se investidor de varejo, provavelmente será uma corretora de valores. Mesmo sendo cliente do intermediário, não há garantia de que será informado da oferta, pois não há a exigência legal de que todos os clientes sejam contatados. O investidor teria de fazer parte do “público-alvo” do intermediário, no jargão dos profissionais de marketing.

É ainda mais improvável que o investidor visite habitualmente as páginas na Internet da Bolsa ou da CVM, em busca do anúncio de possíveis ofertas de ações.

Em todas essas situações, a conjectura é de que o investidor é ativo na busca de ofertas de ações. A figura do potencial interessado no mercado de ações, folhando as páginas de um jornal e surpreendido com a oferta de ações de uma nova companhia na bolsa desaparece por completo.

Cabe salientar que o maior prejudicado pela alteração proposta na Instrução nº 400 será o investidor de menor porte, que participa da operação pela oferta destinada ao varejo.

Fragilidades da Internet como fonte confiável de informação

A Qualidade da Apresentação da Informação na Internet

Há de se fazer um comentário sobre a qualidade da informação, no seu aspecto mais básico: apresentação visual, formatação e facilidade de acesso. As empresas listadas

publicam os demonstrativos financeiros, fatos relevantes, comunicados, súmulas de assembleias, entre muitas outras informações, em um site na Internet de responsabilidade conjunta da BM&FBOVESPA, que é fornecedora da plataforma tecnológica, e CVM, que supervisiona o conteúdo. A empresa listada tem acesso ao banco de dados da CVM e envia as informações a partir de aplicativos fornecidos pela entidade que padroniza o formato do conteúdo. Fornecedores de dados financeiros (*vendors*), como a Economática ou a Quantum, e algumas corretoras de valores e bancos de investimento, recebem automaticamente as informações quando essas são envidadas pela empresa, por meio de *links* mantidos com os servidores dos computadores da CVM.

Os profissionais do mercado, como analistas de investimento ou operadores de mesa, acessam as informações por aplicativos proprietários ou fornecidos pelos *vendors*. Já o investidor ou o acionista individual pode acessar as informações pelos sites na Internet da CVM ou da Bolsa. Fizemos um teste de acessibilidade do último DFP da Vale, cujas ações estão entre as mais negociadas da Bolsa. A navegação revelou-se completamente não amigável. No DFP de 31/12/12, escolhemos “DFs Individuais”, “Balanço Patrimonial Ativo”. São mais de 70 linhas, mas a janela não mostra mais do que sete. Em alguns outros itens, o aplicativo abre um documento no padrão PDF, com a mesma limitação de espaço, o que obriga o usuário a salvar o arquivo para ler mais tarde. No item “Pareceres e Declarações”, o parecer dos auditores externos não quebra a linha, o que o torna impossível de ser lido. É assim para as demais informações e empresas, tratando-se do resultado de um esforço de reformulação recente, feita no site poucos anos atrás.

O investidor, mesmo paciente, terá de buscar a informação em outro lugar. No site de RI da Vale é possível encontrar a mesma informação, na forma de um único arquivo PDF de 126 páginas, formatado de modo a facilitar a leitura, semelhante ao que foi publicado no jornal. Mas e a credibilidade? É claro que não existem dúvidas sobre a credibilidade da Vale, mas não é possível ter a mesma convicção em relação a muitas das outras 400 empresas listadas. Ao se multiplicar o número de sites com informação relevante para o investidor, também se multiplicam os alvos potenciais de criminosos e *hackers* que agem na Internet e cuja atividade será objeto de análise mais adiante neste relatório

Além do mais, o investidor teria de percorrer os sites de RI, um a um, de todas as companhias nas quais tenha interesse. Os sites de RI mantêm serviços de email em que o interessado se cadastra e recebe alertas quando novas informações estão disponíveis. A

qualidade e abrangência dos serviços variam enormemente, conforme os testes por nós realizados. Algumas companhias comunicam tudo, da abertura de uma nova loja à publicação dos demonstrativos financeiros. Outras são econômicas, limitando o alerta aos demonstrativos financeiros. Algumas companhias ignoraram o cadastro do interessado e simplesmente não enviaram alertas. Existem ainda as restrições dos próprios provedores de serviços de e-mail que diligentemente muitas vezes classificam o email, vindo de algumas empresas, como *spam* e o esconde.

Não devemos atribuir às deficiências aqui reportadas ao descaso e sim à enorme complexidade da tarefa a que se propuseram os construtores do site. Usabilidade e navegabilidade de boa qualidade na Internet exigem tecnologia sofisticada e talento, escassamente disponíveis para entidades que não têm como seu *core business* desenvolver sites. O dinamismo da rede exige constante atualização que só será satisfatória, do ponto de vista do usuário, se o provedor do serviço for dedicado a esta tarefa.

A Perenidade da Informação na Internet

A perenidade da informação publicada na Internet é precária, consequência do dinamismo e das características técnicas da rede. Um exemplar de jornal pode ser encontrado, na forma como foi impresso há 100 anos, em arquivos, por exemplo, da Biblioteca Nacional. O mesmo não pode ser dito sobre a página de economia do sítio do Valor Econômico, da UOL, ou do O Globo de 10 anos atrás, dos quais não há registro. E mesmo que os arquivos eletrônicos possam ser preservados, esses são meras sequências de zeros e uns que precisam ser lidos por aplicativos que se tornam obsoletos e são esquecidos. Alguém ainda lembra, ou ficou sabendo, que um dia o VisiCalc ou o Wordperfect eram os líderes dos mercados de planilha e de processadores de texto?

A herança cultural da humanidade foi preservada e chegou até o presente pelo registro em materiais como a pedra, o bambu ou o papel. Pergaminhos de 4.500 anos, do antigo Egito, ainda são legíveis. Já para mídia digital, se é fácil criar e atualizar o conteúdo, o desafio é preservá-lo. Em objetos analógicos como livros, fotografias e jornais, o conteúdo pode ser decodificado sem qualquer interface que não seja, em alguns casos, a compreensão do idioma. A mídia digital, por outro lado, precisa do *software* para tornar o conteúdo compreensível. Como é ambiente que evolui e muda rapidamente, a continuidade do acesso ao conteúdo está ameaçada pela deterioração do meio físico de

armazenagem dos dados, do formato dos arquivos, do hardware e do próprio *software*. É o processo denominado de obsolescência digital.

Softwares são programados por meio do código fonte que fica de posse do desenvolvedor. A versão distribuída comercialmente é a compilada, na forma binária que só pode ser interpretada pelo hardware para qual foi convertida. Se o *hardware*, e seu sistema operacional, torna-se obsoleto, o *software* ainda poderá ser utilizado em outro *hardware* se o desenvolvedor gerar, a partir do código fonte em seu poder, uma nova versão compilada compatível. Se o desenvolvedor sair do mercado, falir ou simplesmente abandonar o produto, o *software* não mais funcionará.

Mesmo que *software*, *hardware* e sistema operacional permaneçam os mesmos, alterações quanto a certas funcionalidades podem impedir o acesso à informação. Fizemos testes nos sites na Internet da CVM e BOVESPA, buscando acesso ao Estatuto Social de algumas companhias listadas, dentro do IAN (Informações Anuais) que era publicado até 2008, quando foi substituído pelo Formulário de Referência. As tentativas, a maior parte das vezes, foram frustradas em virtude de bloqueios das janelas denominadas “*pop-ups*” que era o formato adotado pelo relatório. Populares no início da década passada, as *pop-ups* começaram, em certo momento, a serem utilizadas por *hackers* com veículo para a inoculação de vírus nos computadores. Em consequência, os atuais navegadores de Internet, quando configurados para níveis pelo menos médios de segurança as bloqueiam. Um investidor que busque documentos das companhias listadas que estejam publicados com essa solução tecnológica pode ter dificuldade em encontrá-las, a depender do navegador utilizado e se não reduzir o nível de segurança contra vírus. Em hardwares de última geração, como o IPAD da Apple, o acesso a janelas *pop up* é completamente vedado. A falha ocorre para documentos contidos no IAN, ITR (Informações Trimestrais) e DFP (Demonstrações Financeiras Padronizadas). Nas novas versões, implantadas a partir de 2008, o documentos aparecem no formato PDF e não são bloqueados.

Riscos de Divulgação das Informações Financeiras via Internet: O Cybercrime

Os defensores da divulgação das informações financeiras pela internet ignoram que o cibercrime movimenta hoje no mundo um volume de recursos comparável ao do

tráfico internacional de drogas. Segundo estudo da Symantec¹⁸ o cibercrime movimenta USD 388 bilhões por ano no mundo, enquanto 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.

Segundo o mesmo estudo, as perdas com cybercrime no Brasil atingiram USD 63 bilhões em 2011, sendo que 80% dos adultos que usam internet já foram vítimas dessa modalidade de crime.

A preocupação com cibercrime é destacada também no estudo conduzido pela Securitas¹⁹ no qual, através de entrevistas com executivos das 1000 maiores empresas norte-americanas, a preocupação com a segurança na internet é destaque como a primeira da lista, ultrapassando 27 outras indicadas, como crimes contra propriedade, conduta ética 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.

Também o GAO – *United States Government Accountability Office*, em depoimento de abril de 2012²⁰ 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, espões 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% entre 2005 e 2011.

O FBI – Bureau Federal de Investigações também dos Estados Unidos, em recente pronunciamento de seu diretor, Gordon M. Snow²¹, também no Congresso Americano, abordou de forma direta as ameaças do cibercrime contra o setor financeiro. No pronunciamento, o FBI 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. Ainda mais, ele afirma que os criminosos cibernéticos não atacam apenas os que negociam com ações

¹⁸ Cybercrime Report 2011 - <http://br.norton.com/cybercrimereport/promo>

¹⁹ Top Security Threats and Management Issues Facing Corporate America 2010

²⁰ GAO – Testimony Before the Subcommittee on Oversight, Investigations, and Management, Committee on Homeland Security, House of Representatives 24/04/2012

²¹ FBI – Cyber Security: Threats to the Financial Sector – 14/09/2011

no mercado financeiro, mas as próprias Bolsas de Valores, onde os ativos são negociados, 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, em vez de atacar diretamente os mercados, os cibercriminosos possam 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 aos centros de processamento podem estar em posição favorável 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”. 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. O glossário no anexo 1, extraído de relatório da McAfee²², apresenta parte deste glossário e ilustra bem o alcance que o cibercrime tem atualmente.

Também tratando das ameaças diretas ao sistema financeiro, o World Bank desenvolveu, em 2005, um trabalho²³ que aponta para o grande crescimento dos riscos em função do imenso desenvolvimento da digitalização dos processos no ambiente de

²² McAfee – Uma boa década para o cibercrime: Uma análise retrospectiva da McAfee sobre dez anos de cibercrime - 2011

²³ Capital Markets and E-Fraud – Working Paper 3586 - The World Bank Operations and Policy Department - 2005

negociação de ativos, destacando as consequências de ignorar esse fenômeno. Citando Timothy Geithner, Presidente da Reserva Federal de Nova Iorque²⁴, 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 a oportunidade. E oportunidades para perpetrar crime abundam no mundo de hoje, que está 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”. O estudo ainda ressalta que “os *hackers* têm o potencial de alterar, corromper ou mesmo inserir dados quando abandonamos o perímetro dos disseminadores centralizados de informações como, por exemplo, Bloomberg e Reuters. A integridade dos dados, fora deste perímetro, pode ser questionada”.

Há uma série imensa de trabalhos na mesma linha que demonstram claramente que a internet não é um ambiente seguro para operações financeiras. A Febraban – Federação Brasileira de Bancos estima que, em 2011, as perdas com fraudes bancárias via internet somaram R\$ 685 milhões²⁵, sem contar a clonagem física de cartões de débito ou crédito. Pior, o crescimento nessa modalidade de crime em relação a 2010 foi de 36%!

Também é muito interessante ressaltar que não há, no Brasil, legislação específica para tipificar crimes em ambiente eletrônico, o que atrai criminosos de outros países para o nosso ambiente. Há o projeto do Senador Eduardo Azeredo, conhecido como Lei Azeredo, que define os crimes praticados na internet e outros sistemas eletrônicos de dados. Mas esse projeto tramita desde 1999 no Congresso Nacional, e está lá parado há quase quatro anos.

Muitos outros estudos e análises podem ser citados, mas todos levarão à mesma conclusão: a internet não pode ser considerada, sob nenhuma hipótese, um ambiente

²⁴ Timothy Geitner ocupou depois o cargo de Secretário do Tesouro do Governo dos Estados Unidos e atualmente atua no setor privado.

²⁵ http://www.febraban.org.br/Noticias1.asp?id_texto=1321&id_pagina=59&palavra

seguro para a difusão de informações financeiras. Permitir que informações sensíveis de empresas sejam disseminadas em sítios eletrônicos na internet, para os quais essa disseminação não é de primeira importância, é colocar em risco todo o esforço feito nos últimos anos para o desenvolvimento do nosso incipiente mercado financeiro.

O 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, que discutiu os diferentes custos associados à manutenção de uma empresa Sociedade Anônima no Brasil. Participaram como debatedores diversos diretores financeiros de empresas S.A. e também um diretor da CVM – Comissão de Valores Mobiliários – Reginaldo Pereira. Além disso, foi apresentado estudo inédito²⁶ sobre o assunto desenvolvido pelo GVCEF da FGV/SP, onde o tema foi discutido de forma científica.

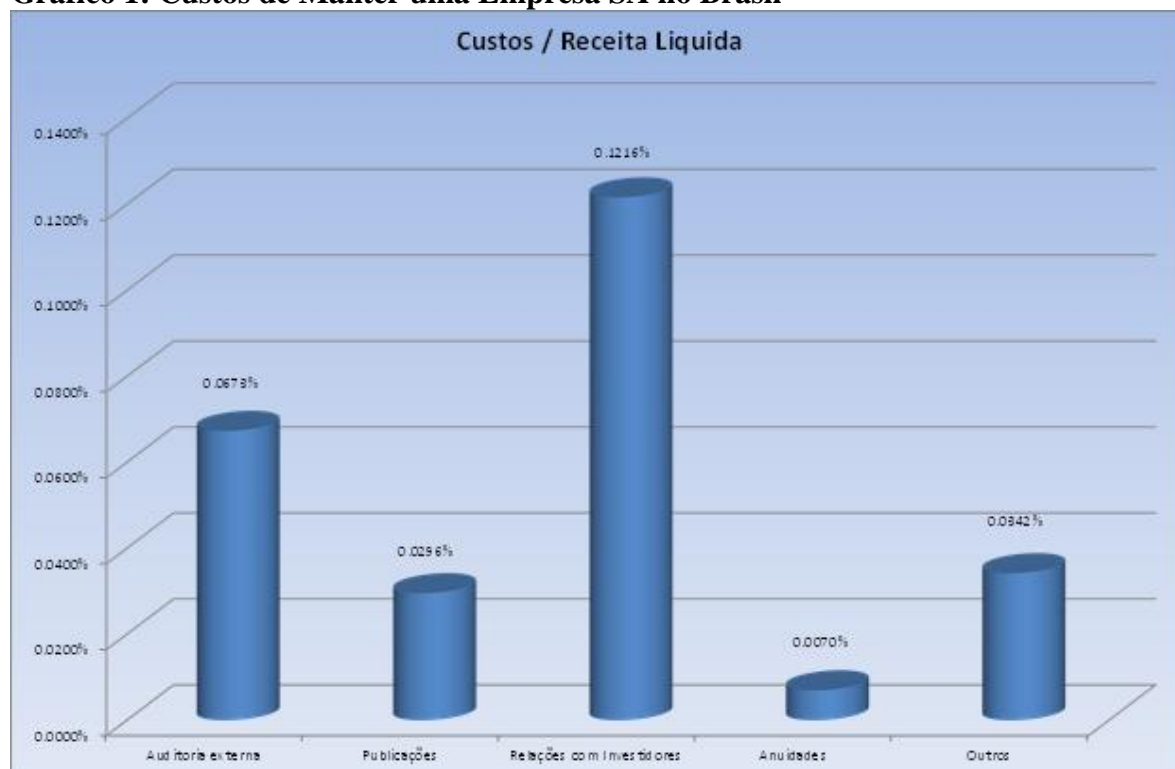
A discussão sobre os custos de manter uma Sociedade Anônima é uma constante no Brasil. Uma das causas que podemos apontar para esse fenômeno é o baixo número de empresas de capital aberto aqui existentes. De um universo de mais de cinco milhões de empresas, temos pouco mais de três centenas de empresas 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 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. Ou, ainda, como no caso do Edital em questão, do custo relativo a publicações dos anúncios de distribuição em jornais impressos. E essa discussão mais fácil, além de inócua do ponto de vista de incentivo à abertura de capital das empresas, é prejudicial no tocante ao desenvolvimento do mercado e o aumento da participação de investidores de varejo no mercado de ações, que não possuem acesso tão fácil às informações sobre novas ofertas públicas.

²⁶ Eid Jr, William – 2012 - Custos de manter uma Sociedade Anônima no Brasil – www.fgv.br/gvcef

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 pequeno²⁷ dentre as empresas listadas na Bovespa, responderam à 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 3.

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, onde se inserem a Divulgação de Ato ou Fato Relevante, representam 0,0296%, ou aproximadamente 0,03%. Menos de 1/30 de 1%. Um custo infinitesimal, principalmente quando cotejado com os benefícios que traz à sociedade em termos de informação e transparência.

Gráfico 1: Custos de Manter uma Empresa SA no Brasil



²⁷ A maior dessas empresas era classificada como a 72ª em receita líquida dentre as listadas na Bovespa e a menor como 210ª.

Retomando 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, que tratam exclusivamente dos atos e fatos relevantes, em que pese que não há estudo específico sobre o custo de divulgar esses atos e fatos, é fácil observar que eles constituem parcela muito pequena do custo de publicações das empresas S.A. no Brasil, até porque a maior parte das publicações referem-se à divulgação dos demonstrativos financeiros e relatórios de diretoria.

Pode-se explorar mais este tema. Outro estudo²⁸ 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 dessa deslistagem, estudando diversas características dessas empresas, como *free float*, *turnover*, número de negócios, tipo de controle, nível de governança e custos de listagem. A análise mostrou que os custos de listagem, ou custos de manutenção da empresa listada, não foram significativos. A Tabela 1 mostra os resultados do estudo.

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 no 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,**

²⁸ Horgn, W. J. & Eid Jr, W. - A Saída: uma análise da deslistagem na Bovespa – 2005 – FGV/SP – www.fgv.br/gvcef

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 chineses²⁹ e apresentado no *European Financial Management Association Meeting*, com uma amostra 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.

Tabela 1: Deslistagem de empresas na BM&FBOVESPA

Variáveis	Todas 323	Listadas 241	Deslistadas 82	Deslistagens Voluntárias 66	Outras deslistagens 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]

“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.

²⁹ 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

O Custo da Publicação dos Anúncios de Distribuição em Jornais Impressos

Um argumento contrário à exigência da publicação em jornais impressos dos avisos obrigatórios em ofertas públicas diz respeito ao seu custo. Afirma-se que isto desincentivaria pequenas e médias empresas a abrir capital. Um pouco de aritmética pode esclarecer melhor este ponto. No primeiro trimestre de 2011, foram publicadas 3690 páginas com informações financeiras de empresas nos jornais de grande circulação, a um custo médio de R\$ 21.000,00 por página. Chegamos a um valor total de R\$ 77,5 milhões para as empresas de capital aberto do país. Em relação à receita líquida delas, de R\$ 1,8 trilhão, esse valor representa 0,0043%. Interessante notar que, em 2007, esse custo equivalia a 0,0078% da receita líquida das empresas de capital aberto. Em quatro anos, o custo de divulgação das informações caiu para praticamente a metade. Esse custo é de R\$ 6,46 por usuário por ano se considerarmos os 12 milhões de acionistas que existem no Brasil. R\$ 6,46 por ano por acionista. Não é um valor relevante e que possa ser considerado empecilho ao investimento no Brasil. Ao contrário, em função dos benefícios que a difusão da informação traz, certamente é um valor ínfimo.

A Necessidade da Certificação de Circulação

Num mundo onde as certificações crescem a cada dia, não é viável termos um elemento tão importante para a sociedade como a circulação dos jornais divulgada sem nenhuma comprovação. As empresas, quando fazem publicidade em órgãos de imprensa, exigem certificação do alcance deste órgão, para terem certeza da boa destinação dos seus recursos. A existência de empresas como Ibope e IVC atesta a necessidade que diversas organizações têm da certificação de alcance das mídias, e, conseqüentemente, da circulação de jornais e revistas.

Nenhuma grande empresa investe seus recursos numa peça publicitária sem a devida comprovação, por organização independente, do alcance do jornal ou revista contratada. Não só no meio publicitário temos a necessidade de comprovação de valores e números. As próprias empresas têm como obrigação fundamental a apresentação de demonstrativos financeiros auditados. Porque? Por que é fundamental que os *stakeholders* tenham informações confiáveis sobre a empresa.

Outras áreas exigem certificações diversas. Um excelente exemplo é a *International Organization for Standardization*, que concede os famosos ISOs, que abrangem desde o ISO 9000 referente à gestão de qualidade, ao ISO 22000, referente à

segurança na gestão de alimentos. Eles afirmam que ter um ISO “garante que os produtos e serviços são seguros, confiáveis e de boa qualidade”.

Esta confiabilidade dos números da circulação pode ser facilmente resolvida com a exigência de comprovação da circulação dos jornais, seja através do IVC, seja de outra empresa especializada neste mercado. E, claro, que seja independente.

A certificação da circulação dos jornais onde as empresas publicam suas informações é o caminho natural em direção à uma difusão de informações mais e mais eficiente.

A Integração das Mídias

Entendendo as vantagens e desvantagens da mídia impressa e da mídia digital, em um momento em que a discussão sobre o modelo ideal de divulgação está longe de um consenso, a integração da mídia impressa com a mídia digital aparece como uma solução lógica e necessária. Assim, este parecer defende que um processo adequado de divulgação de informações ao mercado, assim como um processo de educação financeira, alinhado com a realidade do mercado de capitais brasileiro, demanda a sinergia entre as mídias impressa e digital.

Os adeptos da publicação de informações das companhias exclusivamente via internet, se apoiam na crescente popularização, redução nos custos de acesso, e a possibilidade de rápido alcance à informação oferecida pela rede mundial de computadores. Atualmente, mais de 50% dos brasileiros possuem algum acesso à internet, segundo o Ibope Media³⁰. E, segundo a Organização das Nações Unidas, por meio da União Internacional de Telecomunicações³¹, entre 2008 e 2012, os preços fixos da banda larga caíram em 82%. A maior queda ocorreu nos países em desenvolvimento, onde os preços de banda larga fixa caíram 30% a cada ano entre 2008 e 2011. O número de usuários incentiva o surgimento de aplicativos e redes sociais em ambiente digital, como Facebook, Google+, Twitter, blogs, etc., bem como equipamentos de acesso móvel à internet como *tablets* e *smartphones*. Com isso, as empresas e investidores podem desfrutar

³⁰ <http://www.ibope.com.br/pt-br/relacionamento/imprensa/releases/Paginas/Numero-de-pessoas-com-acesso-a-internet-no-Brasil-chega-a-105-milhoes.aspx>

³¹ <http://www.onu.org.br/onu-44-bilhoes-de-pessoas-permanecem-sem-acesso-a-internet/>

da divulgação de informações pelos websites das companhias, da CVM, aplicativos e redes sociais.

Porém, a realidade digital no Brasil expõe uma verdadeira fragilidade à eficiência informacional do mercado. O relatório da ONU³² cita ainda, os países com os mais baixos níveis de desenvolvimento nas tecnologias da informação e comunicação (TICs), chamados de ‘Países Menos Conectados’, dentre eles o Brasil. No mundo, são cerca de 2,4 bilhões de pessoas, um terço da população mundial que ainda não se beneficia de melhor acesso e utilização das tecnologias da informação e comunicação. Este relatório é amplamente reconhecido por governos, agências da ONU e pela indústria como a medida mais exata e imparcial do desenvolvimento nacional das TICs.

Neste cenário, a mídia impressa complementa a mídia digital com diferenciais importantes ao processo de divulgação de informações das companhias. Um jornal de grande circulação³³ acessa diariamente leitores com renda familiar superior a 4,5 mil reais, idade entre 30 e 49 anos e alta escolaridade. O desenvolvimento dessa rede diferenciada de leitores está baseada na credibilidade e utilidade das informações publicadas ao longo da existência do jornal. Com isso, as ações necessárias para a criação do canal de comunicação confiável entre os potenciais investidores e o mercado de capitais vem se desenvolvendo há anos.

A mídia impressa conta com elevada qualidade dos textos e boa organização visual, permitindo uma leitura centrada e cuidadosa. Além disso, a logística de distribuição do jornal impresso possui grande flexibilidade em termos de regionalização, possibilitando segmentar a divulgação de informações de forma geográfica e em diferentes formatos. Por outro lado, a mídia digital e suas diferentes fontes permitem manter informações disponíveis 24 horas por dia, com atualizações imediatas de conteúdo. A mídia digital conta com a facilidade de divulgação de informações, e exatamente por isso, as rápidas mudanças que ocorrem no mercado são difundidas em alta velocidade pelas vias digitais.

Quando os fornecedores de mídia impressa também expandem os canais de comunicação via internet, os leitores passam a contar com uma multiplataforma de divulgação, com portais de informação, aplicativos em tablets e smartphones com acesso à conteúdos, páginas no Facebook e Twitter. O recente anúncio de um jornal brasileiro³⁴

³² <http://www.onu.org.br/onu-44-bilhoes-de-pessoas-permanecem-sem-acesso-a-internet/>

³³ Jornal Folha de São Paulo: www.folha.uol.com.br

³⁴ <http://www.valor.com.br/valor-investe>

de grande circulação, por exemplo, afirma que cobre 358 mil leitores qualificados, com mais de 837 mil visitantes em seu portal na internet, 4 mil seguidores no Twitter e inúmeros acessos em sua página no Facebook. A informação qualificada passa a ser transmitida de forma mais eficiente para potenciais investidores.

A segurança do que é publicado, motivo de intensos debates, têm a mídia impressa como aliada. A mídia impressa garante ao mercado a segurança das informações, pela impossibilidade de alteração de conteúdo após a publicação e pelo registro das publicações em longo prazo. Já a mídia digital, apesar de suas vantagens, está exposta a diversas possibilidades de crimes em seu ambiente. O recente relatório da McAfee³⁵, empresa dedicada à tecnologia da segurança, afirma que o mercado do crime digital amadureceu, partindo dos ataques à consumidores, para corporações, governos e organizações, servindo como uma forma de protesto social e rebeldia. Além disso, o crime digital passou de uma demonstração de desafio e notoriedade pessoal para um empreendimento segmentado e lucrativo, bem como uma ferramenta política.

Diante das vantagens e desvantagens de cada mídia, vemos a integração entre as diferentes formas de divulgação, como a solução adequada ao atual momento do mercado de capitais brasileiro, potencializando a eficiência informacional do mercado como um todo. Apesar da internet não garantir a longevidade do que é publicado, ela consegue, com baixo custo, fornecer informações ao mercado praticamente em tempo real. De forma complementar, a mídia impressa concilia a transmissão de uma informação certificada agregando a perenidade informacional.

Exemplos da Integração das Mídias

Alguns exemplos onde o uso de recursos impressos e recursos digitais se complementam e se mostram resistentes aos avanços da tecnologia, podem ser observados no mundo todo. Estudo de Sellen e Harper³⁶, demonstra que a convergência entre documentos impressos e digitais está presente na atividade de controle de tráfego aéreo e na atividade da força policial ao redor do mundo. Autores afirmam que, a menos que a necessidade de colaboração forem reduzidos por uma reorganização da estrutura de procedimento de controle de tráfego aéreo, será muito difícil chegar com um dispositivo melhor do que a ‘ficha de progressão de vôo’, uma pequena tira de papel usada para

³⁵ <http://www.mcafee.com/br/resources/reports/rp-good-decade-for-cybercrime.pdf>

³⁶ Sellen AJ, Harper RHR. [The myth of the paperless office](#). Cambridge, MA: MIT

rastrear um voo no controle de tráfego aéreo. Embora tenha sido complementada por métodos tecnologicamente mais avançados de rastreamento de voo desde a sua introdução, a ficha de progressão de voo ainda é usada no controle de tráfego aéreo moderno como uma forma rápida de fazer anotações em um voo, para manter um registro legal das instruções que foram emitidas, para possibilitar que outros controladores vejam instantaneamente o que está acontecendo, permitindo passar essas informações para outros controladores que passam a controlar o voo.

Já no trabalho policial, em algumas situações, a tecnologia atual não facilita a interação entre policiais e cidadãos. Os agentes da polícia, ao usarem *laptops* para preencher relatórios de incidentes, concentram a atenção no *laptop*. Isto faz com que as pessoas fiquem cada vez mais ansiosas e perturbadas, pois o oficial fica ocupado com o computador, e muitas vezes a vítima confunde a atitude do policial com uma falta de atenção à sua ocorrência. Assim, o apoio do papel no processo de interação com a vítima se tornou essencial e se mantém até os dias atuais.

Portanto, dada a necessidade de melhorar a transmissão rápida e eficaz das informações para toda a sociedade e de fomentar a educação financeira dos investidores, todo o mercado acessa os benefícios da integração das mídias, pela confiança e credibilidade presentes na divulgação impressa e pelo dinamismo oferecido pela internet.

Conclusão

O Edital de Audiência Pública SDM no. 12/13 da CVM propõe que os Anúncios de Início de Distribuição e também do Aviso ao Mercado, de que tratam os artigos 52 e 53 da Instrução CVM no. 400, de 29 de dezembro de 2003, nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário no Brasil, sejam publicados “nas páginas da rede mundial de computadores da emissora, do ofertante, das instituições intermediárias integrantes do consórcio de distribuição, da CVM e da entidade administradora do mercado organizado nos quais os valores mobiliários da emissora sejam admitidos à negociação.

Este parecer destaca argumentos contrários à implementação do proposto do referido Edital, bem como sugere ações necessárias para um efetivo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

O Edital afirma a necessidade de assegurar o acesso dos investidores a informações sobre os valores mobiliários ofertados e as companhias emissoras, garantindo mais rápida, ampla e equânime divulgação de informações, em comparação com os jornais distribuídos na forma impressa.

Utilizar a internet como via exclusiva de divulgação das informações financeiras das companhias é uma decisão temerária. Divulgar as informações financeiras exclusivamente pela internet significa ignorar que o mercado do crime digital amadureceu, partindo dos ataques à consumidores, para corporações, governos e organizações, servindo como uma forma de protesto político e social. O mercado como um todo ficará exposto ao crime digital, colocando em dúvida a credibilidade das informações das companhias. Outro aspecto prejudicial ao investidor, diz respeito à perenidade da informação publicada na internet. A perenidade é precária, consequência do dinamismo e das características técnicas da rede. Para mídia digital, se é fácil criar e atualizar o conteúdo, o desafio é preservá-lo.

O desenvolvimento efetivo dos mercados financeiros depende da disseminação ampla e eficaz da informação e de maior conhecimento dos instrumentos disponíveis para aplicações financeiras pela população, aprimorando suas decisões. Ao retirar dos jornais a publicação do Aviso ao Mercado, a instrução irá ocultar a oferta dos seus potenciais interessados. Além de reduzir a demanda, a alteração irá prejudicar o desenvolvimento daquela que foi a porta de entrada de novos investidores no mercado de ações: os “IPOs”.

A mídia impressa conta com elevada qualidade dos textos, boa organização visual, e garante ao mercado a segurança das informações, pela impossibilidade de alteração de conteúdo publicado e pelo registro das publicações em longo prazo.

Um jornal de grande circulação acessa diariamente leitores diferenciados e qualificados, e o desenvolvimento dessa rede de leitores está baseado na credibilidade e utilidade das informações publicadas ao longo da existência do jornal. Assim, as empresas, quando fazem publicidade em órgãos de imprensa, podem exigir certificação do alcance e da circulação (no caso de mídia impressa) deste órgão, para terem certeza da boa destinação dos seus recursos e da efetividade da comunicação junto ao público-alvo. A existência de empresas especializadas atesta a necessidade que diversas organizações têm da certificação de alcance das mídias e, conseqüentemente, da circulação de jornais e revistas.

Ao reconhecer os benefícios oferecidos pela internet, onde empresas e investidores podem desfrutar da divulgação de informações pelos sítios das companhias,

da CVM, aplicativos e redes sociais, a definição de uma mídia exclusiva para divulgação das informações financeiras das companhias se mostra míope, por desconsiderar os ganhos de uma sinergia entre a mídia impressa e a mídia digital. Porém, sugerimos que a divulgação de informações relevantes, tais como Aviso ao Mercado e Aviso de Início de Distribuição (de que tratam a audiência pública em questão), bem como informações financeiras e fatos relevantes das companhias de capital aberto sejam feitas em sítios de internet especializados e dedicados, tal como aqueles ligados a jornais de grande circulação.

Assim, este parecer defende a integração entre as mídias impressa e digital para a divulgação das informações relevantes das companhias abertas. A integração das mídias é a solução adequada ao atual momento do mercado de capitais brasileiro, potencializando a eficiência informacional e a educação financeira do investidor. Desta forma, é possível aliar a confiança e a perenidade da divulgação impressa com o dinamismo oferecido pela internet.

Para atingir estes objetivos, a divulgação das informações financeiras devem ser feitas de forma integrada e simultânea, ou seja, nas formas impressa e digital ao mesmo tempo, utilizando-se os sítios eletrônicos dos jornais de grande circulação na internet. Além disso, o jornal responsável pela publicação deve ser certificado, facilmente resolvido com a exigência de comprovação da circulação dos jornais por empresa independente e especializada neste mercado. Afinal, não é viável termos um elemento tão importante para a sociedade, como a circulação dos dados financeiros das companhias abertas em jornais, divulgado sem nenhuma comprovação de circulação.

Para fomentar a educação financeira do investidor, da mesma forma, este parecer não defende a extinção da publicação na forma impressa, em função de todas as restrições de acesso e fragilidades da internet pontuadas. Sugerimos alterações ao formato atual de publicação dos anúncios. O material divulgado deverá ter apenas informações relevantes definidas pela CVM, com orientações a leitura do prospecto, de forma educativa, acessível e atraente para o leitor.

Proposta de redação da Instrução

À luz dos comentários feitos nesse parecer, a seguir apresentamos nossas propostas de redação das alterações a serem feitas na Instrução nº 400, a partir do material constante na Edital de Audiência Pública SDM nº 12/13.

INSTRUÇÃO CVM Nº [], DE [] DE [] DE 2014

Altera, acrescenta e revoga dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada em [] de [] de 2014, com fundamento no disposto nos arts. 4º, inciso VI, 8º, 19, § 5º, e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, **APROVOU** a seguinte Instrução:

Art. 1º Os arts. 6º-B, 27, 42, 52 e 53 da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, passam a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 6º”(mantém proposta de redação da Edital de Audiência Pública SDM nº 12/13).

“Art. 42”(mantém proposta redação da Edital de Audiência Pública SDM nº 12/13).

“Art. 52. A instituição líder deverá, na forma prevista no art. 54-A, dar ampla divulgação à oferta, por meio de publicação de Anúncio de Início de Distribuição, nos termos do Anexo IV.

§ 1º REVOGADO

§ 2º REVOGADO”

“Art. 53. Caso seja utilizado Prospecto Preliminar, o líder deverá imediatamente publicar aviso, na forma prevista no art. 54–A, precedendo o Anúncio de Início de Distribuição, o qual deve conter:

I - informação sobre a data do protocolo do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários na CVM;

II - indicação de local para obtenção do Prospecto Preliminar;

III - a indicação das datas estimadas e locais de divulgação da distribuição;

IV - condições para se efetuar reservas para subscrição ou aquisição de valores mobiliários, se for o caso;

V - informações sobre a coleta de intenções de investimento (art. 44, parágrafo único), se houver;

VI - outras informações que se fizerem necessárias sobre a distribuição;

VII – informações sobre a empresa, com formato didático, e de caráter educativo, sobre:

- a) modelo e segmentos de negócios;
- b) pontos fortes da empresa;
- c) mercado em que atua;
- d) evolução resumida de receita e resultados;
- e) utilização dos recursos da oferta, se primária;
- f) atratividade do investimento;
- g) resumo dos fatores de risco do negócio.

Art. 2º A Instrução CVM nº 400, de 2003, passa a vigorar acrescida do art. 54–A:

“Art. 54–A. As publicações previstas nesta Instrução devem ser feitas, com destaque, em pelo menos um jornal de grande circulação auditada e na página da rede mundial de computadores:

I – da emissora;

II – do ofertante;

III – da instituição intermediária responsável pela oferta ou, se for o caso, das instituições intermediárias integrantes do consórcio de distribuição;

IV – das entidades administradoras de mercado organizado de valores mobiliários onde os valores mobiliários da emissora sejam admitidos à negociação;

V – da CVM;

VI – de pelo menos um jornal de grande circulação.

§ 1º Será considerado como jornal de grande circulação a publicação que seja certificada dessa condição por organização ou empresa independente especializada na verificação e comprovação da circulação de jornais.

§ 2º O ofertante poderá fazer a divulgação mencionada no **caput** através de aviso resumido publicado nos jornais ali mencionados, indicando as páginas na rede mundial de computadores onde os investidores poderão obter as informações detalhadas e completas;”

Art. 3º (mantém proposta de redação da Edital de Audiência Pública SDM nº 12/13).

Art. 4º Revogam-se o § 2º do art. 29, o § 3º do art. 42 e os §§ 1º e 2º do art. 52 da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

Art. 5º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.