

À  
**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO  
DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

(via o correio eletrônico [audpublica1213@cvm.gov.br](mailto:audpublica1213@cvm.gov.br))

Ref.: Comentários e sugestões ao Edital de Audiência Pública SDM nº 12/13

Prezados Senhores,

Nos termos do Edital de Audiência Pública em epígrafe, servimo-nos da presente correspondência para submeter à apreciação de V.Sas. as considerações, os comentários e as sugestões da LUZ PUBLICIDADE à proposta de alteração da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe sobre a dispensa de publicação em jornal dos avisos obrigatórios em ofertas públicas e de impressão do Prospecto.

Conforme determina o referido Edital, os dispositivos específicos serão apresentados à medida que forem analisados.

## **Introdução**

A LUZ PUBLICIDADE é uma agência de publicidade financeira com mais de 40 anos de experiência, tendo participado ativamente do desenvolvimento das publicações legais no meio impresso, desde o seu início.

Por força disso, entende que pode e pretende ser atuante também no desenvolvimento da comunicação e das divulgações das companhias abertas em meio digital (*on line*), uma vez que os fundamentos da publicidade legal são os mesmos, independentemente do meio pelo qual a informação é levada a conhecimento público.

Assim, a LUZ PUBLICIDADE coloca-se, desde logo, como parceira disposta a colaborar com a Comissão de Valores Mobiliários – CVM na análise e na implementação da publicidade legal por meio digital no Brasil.

### **1. Motivação da minuta**

Preliminarmente, a LUZ PUBLICIDADE manifesta sua concordância com a iniciativa da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM da Comissão de Valores Mobiliários – CVM em atualizar a comunicação entre as companhias abertas e o mercado como um todo, especialmente os potenciais acionistas e investidores, que venham a ingressar na companhia por meio de oferta pública inicial.

A comunicação por meio de páginas na rede mundial de computadores (internet), inclusive no âmbito corporativo, e pelas demais mídias eletrônicas e pelos meios de comunicação digitais cada vez mais fazem parte da rotina das pessoas, o que favorece as iniciativas de que esses meios passem a ser utilizados também pelas companhias nas suas relações com o mercado e com investidores prospectivos.

Nesse contexto, a LUZ PUBLICIDADE entende que, dada a proliferação de informações hoje disponível no meio digital, bem como dos mecanismos digitais para a sua divulgação (exemplos: páginas eletrônicas das companhias, mídias sociais, portais de notícias e aplicativos corporativos), há que se ter um cuidado especial à regulamentação da utilização dos meios de comunicação digitais, com vistas a evitar que essa alternativa propicie um afrouxamento da matéria, causando prejuízo ao mercado de capitais como um todo e aos participantes de maneira especial.

Adicionalmente, a divulgação em meio digital aumenta a possibilidade de assimetria das informações, motivo pelo qual se faz necessário regulamentar essa divulgação de modo a assegurar a possibilidade de que os interessados tenham acesso integral e instantâneo às informações que se pretendem divulgar.

Finalmente, a segurança dos portais de internet é assunto que deve ser tratado com todo o cuidado, especialmente se considerada a sua fragilidade. Matéria veiculada pelo jornal Valor Econômico, na edição de 29 de janeiro de 2014, assinada por Cibelle Bouças, dá conta que, no Brasil, de “40 portais, 29 (o equivalente a 72,5% da amostra) possuem programas vulneráveis à ação de hackers e cibercriminosos” (*matéria reproduzida ao final*).

Essas preocupações e essa cautela foram o que motivaram a apresentação dos comentários e sugestões a seguir expostos.

## 2. “Espírito” da Instrução CVM nº 400, de 2003

O Edital de Audiência Pública SDM nº 12/13 propõe alterações na redação da Instrução CVM nº 400, de 2003, no sentido de flexibilizar a divulgação das informações referentes à oferta pública inicial de ações. Em sendo assim, é possível concluir que está sendo proposta mais do que a mudança de redação da referida instrução: propõe-se uma mudança na própria motivação da instrução, ou seja, no seu “espírito”.

Já no artigo 1º da Instrução CVM nº 400, de 2003, lê-se:

“Art. 1º Esta Instrução regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim **assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral**, através do tratamento equitativo aos ofertados e de **requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta**, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.” (g.n.)

A redação que inaugura a instrução dá conta de que a proteção do público investidor e do mercado em geral será assegurada por meio da “ampla, transparente e adequada divulgação das informações sobre a oferta”.

Conforme ensinam Humberto Casagrande Neto, Lucy A. Souza e Maria Cecília Rossi, a Instrução CVM nº 400, de 2003, trouxe inovações importantes quanto à regulamentação de ofertas públicas de valores mobiliários, dentre eles as ações, convergindo para as práticas do mercado internacional<sup>1</sup>. Em razão disso, a mencionada instrução aperfeiçoou os padrões de governança do mercado brasileiro<sup>2</sup>.

Convém, ainda na linha de entendimento do propósito da Instrução CVM nº 400, de 2003, reproduzir os comentários do ex-procurador federal na Comissão de Valores Mobiliários Julio Ramalho Dubeux sobre as ofertas públicas e a sua regulamentação:

“O registro [das ofertas públicas] visa a assegurar o disclosure e a proteção do público investidor, através do fornecimento de ampla, transparente e adequada divulgação das informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas (...).

(...)

É preciso deixar claro que a CVM normatiza as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, mas não as ofertas privadas ou particulares. A CVM tem foco apenas na proteção da poupança pública (...).

**Caracteriza-se a oferta pública basicamente pelo fato de ser uma proposta dirigida a pessoas indeterminadas, não individualizadas. Isto é, o mercado como um todo.** Assim, no momento de realização da oferta, há uma indeterminação dos destinatários; qualquer pessoa pode aceitar a proposta de comprar as ações da companhia A ou B, individualizando-se apenas no momento de aceitação da oferta. Há portanto oferta dirigida à generalidade dos indivíduos. Ademais, no caso de oferta pública, geralmente inexistem vínculos entre a companhia emissora e os destinatários da oferta.”<sup>3</sup> (g.n.)

<sup>1</sup> CASAGRANDE NETO, Humberto e outras. **Abertura do capital de empresas no Brasil**. 4ª edição. São Paulo: Editora Atlas, 2010, p. 7.

<sup>2</sup> CASAGRANDE NETO, obra citada, p. 120.

<sup>3</sup> DUBUEX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006, p. 64 e 65.

Portanto, é fundamental, para que o desiderato da Instrução CVM nº 400, de 2003, seja atingido, exaurir a regulamentação da permissão de uso dos meios digitais para a ampla, transparente e adequada divulgação da oferta pública de ações.

### 3. Preservação da transparência

No exercício de regulamentar a divulgação da oferta pública de ações, a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM da Comissão de Valores Mobiliários – CVM deve ter como preocupação maior a preservação da transparência das informações.

A transparência, obviamente, é um requisito *sine qua non* no mercado de capitais. Nesse sentido, desde 2000, a Securities and Exchange Commission – SEC, nos Estados Unidos, editou a Regulation FD, estabelecendo novos critérios para o *full and fair disclosure*<sup>4</sup>, com vistas não só a garantir o acesso de todos os interessados à totalidade das informações, mas evitar a informação privilegiada (*insider information*).

Com relação à oferta pública de ações, a sua importância é redobrada, pois a comunicação da companhia interessada em distribuir seu capital não é restrita a poucos potenciais investidores, e, sim, a todos aqueles que sejam capazes de adquirir as referidas ações (a absoluta totalidade da população maior de 18 anos).

Trata-se, efetivamente, de **prospecção**, buscando-se o maior número possível de interessados e investidores. Lembre-se que, para as ofertas restritas, a própria Comissão de Valores Mobiliários – CVM editou a Instrução CVM nº 476, de 2009.

Quanto a isso, é importante notar que a “publicação” na página da internet é meramente um post, não cumprindo os requisitos de uma **ampla, transparente e adequada divulgação das informações**.

### 4. Artigo 54-A da Instrução CVM nº 400, de 2003

A minuta de instrução proposta no edital de audiência pública em comento propõe a inserção do artigo 54-A na Instrução CVM nº 400, de 2003, cuja redação é a que segue:

“Art. 54–A. As publicações previstas nesta Instrução devem ser feitas, com destaque, 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; e

V – da CVM.

Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no **caput**, as publicações previstas nesta Instrução podem ser simultaneamente disseminadas:

I – por meio de aviso resumido publicado em jornal, indicando as páginas na rede mundial de computadores onde os investidores poderão obter as informações detalhadas e completas; e

II – por qualquer meio de comunicação, desde que em sua íntegra.”(NR)

Esse dispositivo é o coração da proposta, pois dispensa a publicação em meio impresso dos documentos referentes à oferta pública de ações – tanto o Anúncio de Início de Distribuição (artigo 52 – ICVM 400) quanto o Prospecto Preliminar (artigo 53 – ICVM 400).

<sup>4</sup>“The rules are designed to promote the full and fair disclosure of information by issuers, and to clarify and enhance existing prohibitions against insider trading” (conferir em: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>).

Particularmente ao “destaque” exigido no **caput** do novo dispositivo, a LUZ PUBLICIDADE apresenta tanto alguns comentários como uma sugestão de complemento na redação proposta, especialmente considerando a complexidade na produção da publicidade legal, que independente do meio pelo qual a informação será levada ao público interessado, seja ele impresso ou digital.

A produção de peças de publicidade legal envolve, dentre outras tarefas, planejamento, redação do texto, diagramação da informação no meio próprio (impresso ou digital) e contato com os canais de comunicação até chegar, finalmente, na informação disponibilizada ao público. O mais importante na publicação legal, portanto, é o **processo da divulgação da informação** e não exclusivamente o meio utilizado para essa divulgação.

Além disso, é preciso atentar que o Congresso Nacional brasileiro ainda analisa o chamado marco regulatório da internet, que disciplinará as relações por meio da rede mundial de computadores. Até que essa lei seja aprovada, ou no caso de ela silenciar sobre publicidade legal, o órgão regulador do mercado de capitais, no caso a CVM, deverá estar atenta às condições mínimas para se garantir a adequada divulgação de informações pelas companhias abertas.

### **Comentários**

Há diversos meios para que uma determinada informação constante na página da internet da companhia emissora, do ofertante, da instituição intermediária responsável, da entidade administradora de mercado organizado e da própria CVM seja destacada adequadamente.

A posição privilegiada pode ser alcançada com a indicação de um *link* de acesso específico ou com a programação do chamado *pop-up*. Esse objetivo, por outro lado, é prejudicado se houver várias ofertas simultâneas e intermediadas pelas mesmas entidades, pois o espaço de divulgação deverá ser dividido entre essas várias ofertas.

Além disso, para que haja divulgação ampla, transparente, adequada e comparável, é imprescindível a padronização da forma como as informações serão divulgadas.

### **Sugestões**

#### **a) Definição e regulamentação do “com destaque”**

Para discutir, definir e disciplinar como cumprir o “destaque” exigido no novo artigo 54-A proposto, a LUZ PUBLICIDADE sugere a criação de uma comissão de especialistas para discutir o assunto e definir tais critérios, sendo certo que a própria LUZ PUBLICIDADE coloca-se à inteira disposição para colaborar com as discussões e as deliberações dessa comissão.

#### **b) Formatação padrão mínima da divulgação no meio digital**

Apesar da possibilidade de formatações variadas de comunicação impressa, essa variedade é potencializada nos canais de comunicação digitais.

Por conta disso e com o objetivo de evitar que a informação relativa à oferta pública seja divulgada na internet, mas de forma *escondida*, convém definir uma formatação padrão mínima para a divulgação das informações a serem prestadas, semelhante às Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP, referidas na Instrução CVM nº 331/2000.

Com base em sua experiência de mais de 40 anos no mercado de publicidade legal, a LUZ PUBLICIDADE sugere que sejam observados, minimamente, os requisitos estabelecidos pelo Ofício-Circular/CVM/SRE/nº 1/2013, de 22 de julho de 2013.

De maneira complementar, cite-se o material da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima sobre “Diretrizes para Publicidade e Divulgação de Material Técnico de Fundos de Investimento”.

Além disso, deve-se levar em conta o tamanho do arquivo (em *bites*), para que seja garantido o acesso rápido à informação sobre a oferta pública (tempo de carregamento do arquivo), podendo ser tal arquivo no formato HTML protegido, que permite cópias, mas não permite alterações na sua redação.

Note que se trata de uma configuração mínima, com vistas a garantir a visualização imediata e confortável dos interessados. Obviamente, a critério da companhia, ela poderá alterar alguns dos requisitos, vários ou todos eles, desde que contribua para o incremento da transparência, mas jamais reduzir a divulgação ao mercado.

#### *c) Momento da divulgação e tempo de exposição da oferta pública*

É importante, ainda, que se discipline o horário em que a informação sobre a oferta pública deverá ser divulgada, ao menos, a hora mais cedo e a hora mais tarde.

Isso porque, de maneira diferente do que ocorre nas mídias impressas, os canais de comunicação digitais permitem total liberdade do momento de postagem de uma informação.

Em complemento, deve ser definido o tempo mínimo de permanência da divulgação da informação sobre a oferta pública nas páginas da internet, para que se garanta a acessibilidade de todos os interessados.

Como sugestão, poderia ser obedecido o horário de funcionamento das negociações regulares na BM&FBovespa (das 10hs00 às 16hs55) para o início da veiculação das publicações da oferta pública (Avisos ao Mercado, Anúncio de Início da Distribuição e Anúncio de Encerramento) e que ele permaneça, no local de destaque do “portal de notícias” por, pelo menos, 72 horas (e armazenada no servidor para consulta por, no mínimo, 5 anos).

#### *d) Prova da divulgação da informação sobre a oferta pública*

Esse ponto talvez seja um dos mais sensíveis com relação à divulgação de qualquer tipo de informação corporativa na internet: comprovar a publicação eletrônica em determinado dia e horário.

A possibilidade de fornecer um protocolo ou outro documento qualquer que consiga, de maneira adequada e praticamente irrefutável, demonstrar que as informações sobre a oferta pública foram divulgadas naquele dia e horário é imprescindível.

Deve-se garantir que a página da internet das entidades relacionadas no artigo 54-A manterá a divulgação das publicações da oferta pública (Avisos ao Mercado, Anúncio de Início da Distribuição e Anúncio de Encerramento) armazenadas pelo prazo de 5 anos.

## **5. Artigos 52 e 53 da Instrução CVM nº 400, de 2003**

Pela redação proposta aos artigos 52 e 53 da Instrução CVM nº 400, de 2003, também o Prospecto Preliminar e o Anúncio de Início de Distribuição poderá ser divulgado restritivamente apenas na página da internet das entidades arroladas no artigo 54-A.

Conforme comentado acima, **oferta pública** significa atingir a absoluta totalidade da população maior de 18 anos. Dessa forma, é necessário que, ao menos, a publicação do primeiro Aviso ao Mercado ou o Anúncio de Início da Distribuição, o que ocorrer antes, seja mantida em meio impresso, no qual constará a informação das páginas da internet onde as demais divulgações serão feitas.

Nesse sentido, sugere-se alteração do parágrafo do artigo 54-A, neste termos:

“Art. 54–A. (...)

(...)

§ 1º O aviso ao mercado ou o Anúncio de Início da Distribuição de que trata o artigo 52, o que vier primeiro, deverá ser divulgado por meio da publicação em jornal impresso, indicando as páginas na rede mundial de computadores onde os investidores poderão obter as informações detalhadas e completas subsequentes.

§ 2º Ressalvado o disposto no § 1º e sem prejuízo do disposto no **caput**, as publicações previstas nesta Instrução podem ser simultaneamente disseminadas por qualquer meio de comunicação, desde que em sua íntegra.”(NR)

## 6. Divulgação em “portais de notícias”

Sabe-se que há diversos “portais de notícias” com página na rede mundial de computadores (internet). Assim, como ocorre nos meios de comunicação impressa, dentre esses “portais de notícias” existem aqueles que são bastante confiáveis e, por conta disso, com acessibilidade disseminada em grande quantidade, capaz de atingir os mais variados públicos, e outros que são panfletários ou meio de divulgação de ideias individuais, sem muita visita a não ser de familiares e amigos.

Na esfera da mídia escrita, a preocupação com a abrangência generalizada (acessibilidade) do canal de comunicação foi adequadamente percebida pela legislação, quando a Lei nº 6.404, de 1976, exige que a divulgação seja feita em “jornais de grande circulação”. Portanto, além das páginas de internet das entidades referidas no artigo 54-A proposto para a Instrução CVM nº 400, de 2003, as informações sobre oferta pública poderiam ser divulgadas em “portais de notícias” da internet.

Nesse sentido, deve-se exigir dos canais de comunicação digitais o mesmo rigor do exigido dos canais impressos, já que a facilidade de se criar um “portal de notícias” na internet é infinitamente maior do que se criar um jornal impresso; aí incluído o baixo custo das mídias digitais.

Em complemento, sugere-se que esses “portais de notícias” sejam devidamente registrados na Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Esse registro pode seguir o modelo adotado para os auditores independentes, nos termos da Instrução CVM nº 308/1999, no sentido de que a CVM disciplinará os requisitos mínimos que devem ser cumpridos pelos “portais de notícias” para que possam se habilitar como o veículo de comunicação de companhia aberta com o mercado.

A título exemplificativo, sem a pretensão, portanto, de se esgotar o assunto, merece atenção os seguintes critérios para que um “portal de notícias” possa atender às demandas da adequada divulgação de informações pelas companhias abertas:

- “Portal de notícias” localizado no Brasil e produzido em língua portuguesa;
- Capacidade do servidor, para propiciar o armazenamento das publicações da oferta pública divulgada (Avisos ao Mercado, Anúncio de Início da Distribuição e Anúncio de Encerramento), por um período mínimo de 5 anos;
- Acessibilidade ampla, atingindo os mais variados públicos que acessam a internet no Brasil e no exterior;
- Mecanismos de proteção do acesso, com vistas a evitar invasão às informações divulgadas eletronicamente;
- Capacidade de disponibilizar as informações relativas às publicações da oferta pública divulgada (Avisos ao Mercado, Anúncio de Início da Distribuição e Anúncio de Encerramento) tanto à CVM quanto aos demais interessados, de maneira geral;
- Capacidade de comprovação do registro de inserção das publicações da oferta pública divulgada (Avisos ao Mercado, Anúncio de Início da Distribuição e Anúncio de Encerramento), inclusive com identificação de código de rastreamento, semelhante a um protocolo oficial, gerado no momento do envio da informação para os “portais de notícias”.

A elaboração da lista de requisitos mínimos para que um “portal de notícias” seja habilitado ao registro na CVM é tarefa de extrema importância e complexidade, sendo necessária a participação de profissionais técnicos especializados no meio digital.

## **7. Art. 6º (vacatio legis)**

Como restou demonstrado, a permissão de divulgação das informações sobre a oferta pública em meio digital é tão atual e relevante quanto envolvida por questões sensíveis ao mercado e aos seus agentes.

Dessa forma, sugerimos que seja estabelecido um prazo de carência de 24 meses para a entrada em vigor da nova redação da Instrução CVM nº 400, de 2003, tal como proposta no Edital em comento, podendo a redação do Art. 6º ser como segue:

“Art. 6º Esta Instrução entre em vigor no primeiro dia do vigésimo quinto mês subsequente à data da sua publicação.”

A concessão desse prazo é razoável e necessária para que todos os envolvidos se preparem para as comunicações corporativas e as relações com investidores nos canais digitais, desde as companhias até os investidores.

Sendo esses os comentários e as sugestões a apresentar, subscreve-se esta correspondência.

Atenciosamente,

**LUZ PUBLICIDADE**

Ricardo Sá

Diretor Superintendente

## **NO BRASIL, PORTAIS TÊM FALHAS DE SEGURANÇA**

Por **Cibelle Bouças I De São Paulo** (Valor Econômico, 29/01/2014)

Desde que Edward Snowden, ex-consultor da Agência de Segurança Nacional (NSA, na sigla em inglês), revelou que o governo americano monitorava milhões de telefones e dados de usuários de internet pelo mundo, as discussões a respeito da segurança na internet ganharam força. No entanto, as preocupações de empresas e governos com a privacidade dos dados on-line não se converteram em ações capazes de garantir a segurança da informação na internet.

É o que mostra um estudo com 40 dos maiores portais brasileiros realizado pela ADTSys, companhia de serviços de segurança da informação, com sede em Campinas (SP). A ADTSys realizou testes com os maiores portais das áreas de governo, comércio eletrônico, indústria e sites de times de futebol para verificar a segurança das aplicações e de softwares de infraestrutura adotados pelos setores público e privado. Dos 40 portais, 29 (o equivalente a 72,5% da amostra) possuem programas vulneráveis à ação de hackers e cibercriminosos.

“Na maioria dos portais, as falhas de segurança têm como causa um problema fácil de ser resolvido, que é o uso de versões antigas de softwares, que já possuem atualização disponível”, afirmou Pascoal Baldasso, diretor-executivo da ADTSys. Entre os sites avaliados nas áreas de governo, portais de empresas e de times de futebol apresentavam softwares sem atualização. No caso dos portais de comércio eletrônico, o índice de falhas desse tipo foi de 80%.

Outro problema bastante comum nos portais é a existência de falhas na programação que permitem a cibercriminosos fazer alterações e capturar informações dos internautas, sem a necessidade de invadir os servidores que hospedam o portal. “Esse tipo de risco foi identificado em 90% dos sites de governo, 80% dos portais de futebol e em 60% dos sites de empresas”, afirmou Diego Altheman dos Santos, diretor da ADTSys e responsável pelos testes.

A companhia também avaliou outros fatores de risco, como configuração incorreta de segurança, controle de acesso e vínculo de links do portal a uma versão falsificada do site.

Para Baldasso, a maioria dos problemas identificados nesses sites poderia ser resolvida facilmente, apenas com a atualização de softwares, ou uma configuração mais bem-feita dos programas. Na visão do executivo, a maioria das falhas está ligada à falta de conhecimento dos profissionais de tecnologia da informação que desenvolveram e fazem a manutenção dos portais na web. “O principal problema não é falta de investimento, mas o uso ineficiente da tecnologia disponível”, disse Baldasso.

A ADTSys avaliou a segurança de portais de prefeituras, sites de vendas de eletrônicos, hipermercados e lojas de departamentos, sites de times de futebol de São Paulo e do Rio de Janeiro e portais de empresas de automóveis, aviação, energia, entre outros.