

**Interessado:** Banco Votorantim S.A.  
Senior Solutions S.A.

**Assunto:** Pedido de Dispensa de Requisitos em Oferta Pública de Distribuição de Ações.

**Diretora:** Luciana Dias

### **Declaração de Voto**

**1.** Trata-se de pedido de dispensa de (i) impressão de prospecto; e (ii) publicações em jornais de aviso ao mercado (art. 53 da Instrução CVM nº 400, de 2003), anúncio de início e anúncio de encerramento (arts. 29 e 52 da Instrução CVM nº 400, de 2003), no âmbito da oferta pública inicial da Senior Solutions S.A. (“Companhia”) coordenada pelo Banco Votorantim S.A. (“Coordenador Líder”). Tais documentos seriam divulgados e permaneceriam à disposição dos investidores nas páginas da Companhia, do Coordenador Líder, da CVM e da BM&FBovespa na rede mundial de computadores.

**2.** Para fundamentar seu pedido, a Companhia argumenta: (i) que o ônus financeiro relativo à impressão de prospecto e publicação dos anúncios é relevante frente aos recursos a serem captados pela oferta; (ii) há precedentes da CVM concedendo exatamente as mesmas dispensas por considerar o custo gerado por tais comandos normativos desproporcionais ao tamanho oferta; e (iii) a oferta é destinada a investidores institucionais dispostos a investir, no mínimo, R\$300.000,00 e investidores individuais que estejam dispostos a investir, no mínimo, R\$20.000,00, o que afasta a presença de investidores muito pequenos.

**3.** A área técnica, em sua análise, entendeu que a Instrução CVM nº 400, de 2003, não obriga a impressão dos prospectos, facultando a entrega eletrônica de tal documento. Concordo com a área técnica neste ponto, não há na Instrução CVM nº 400, de 2003, qualquer comando que imponha a impressão dos prospectos de oferta, eles podem existir e cumprir perfeitamente com os objetivos da regulação sob a forma eletrônica.

**4.** No entanto, discordo da orientação de que a Companhia está obrigada a fornecer via impressa do prospecto, caso o investidor solicite. Primeiro porque, como reconhecido pela SRE, nada na norma imputa essa obrigação à Companhia ou ao Coordenador Líder. E, adicionalmente, não vejo o que protegemos com tal orientação, uma vez que, se o investidor receber a via eletrônica do prospecto, tem a faculdade de imprimi-la, se assim desejar. Não vejo como está pode ser uma medida de proteção ao investidor. Parece-me mais um paternalismo desnecessário e, potencialmente, custoso.

**5.** Em seguida, a SRE opina pelo indeferimento do pedido de dispensa de publicações em jornais do aviso ao mercado, anúncio de início e anúncio de encerramento, embora permita que tais informações sejam publicadas em forma resumida, desde que se indique as páginas na rede mundial de computadores onde as informações podem ser encontradas de forma detalhada.

**6.** As razões que levaram a Superintendência a emitir tal opinião foram: (i) o presente caso abriria um precedente que poderia gerar prejuízo informacional aos investidores em oferta futura; (ii) o fato de que quando ocorrem alterações relevantes na oferta, a divulgação das alterações tem que se dar por meios, ao menos, iguais para a divulgação inicial da oferta, caso em que uma divulgação em jornal seria desejável; e (iii) a Companhia e o Coordenador Líder, embora tenham afirmado que jurisdições com mercados de acesso para pequenas e médias empresas desenvolvido não exigem publicação em jornal ou algo semelhante, falharam em citar exemplos.

**7.** Por fim, a área técnica entendeu que o precedente trazido pela Companhia não se aplicava ao caso em tela, uma vez que se tratava de oferta de um fundo imobiliário, destinada primordialmente aos cotistas do fundo, cujo valor era aproximadamente 100 vezes menor que a oferta em análise no presente caso

**8.** Começando por este último argumento, eu concordaria com a SRE que os dois casos são suficientemente distintos para que a primeira decisão não influenciasse a segunda, não fosse pelo fato de que na oportunidade em que se decidiu sobre o PA nº RJ2011/5782, o Colegiado “*requereu que a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM reavalie a exigência de publicação em jornal dos anúncios de oferta previstos na Instrução 400/03*”.

**9.** Essa recomendação do Colegiado de 2011 veio na esteira de outras medidas que a CVM vem tomando para reduzir os custos e modernizar o sistema de comunicação entre emissores e participantes do mercado.

**10.** Como exemplo recente desse movimento contínuo e gradual em rumo à utilização de meios mais modernos e eficientes de disseminação de informações, pode-se citar a Instrução CVM nº 358, editada em 2002, que revoga a Instrução CVM nº 31. Este documento permitiu que comunicados de atos ou fatos relevantes fossem publicados em jornais de forma resumida, desde houvesse indicação do local na página na rede mundial de computadores onde a informação completa poderia ser encontrada por todos os investidores.

**11.** Já em 2002, a CVM reconheceu que a rede mundial de computadores era um meio eficaz de divulgar informações aos investidores. Não há pleito de investidores junto a CVM solicitando que o regime seja alterado para que as publicações em jornais sejam mais detalhadas.

**12.** Sete anos mais tarde, em 2009, a Instrução CVM nº 480, que revoga a Instrução CVM nº 207, de 1994, e com ela elimina todas as publicações adicionais à Lei nº 6.404, de 1976, impostas pelas regras da CVM aos emissores de valores mobiliários, relativas a informações periódicas e eventuais. A Instrução CVM nº 480, de 2009, ao mesmo tempo, obriga os emissores registrados na categoria A a manterem uma página na rede mundial de computadores com suas informações periódicas e eventuais. Mais um exemplo de que a CVM vem privilegiando a rede mundial de computadores.

**13.** A eliminação de publicações adicionais em jornais entrou em vigor há 3 anos e, até o momento, não houve sequer uma reclamação na CVM por parte de investidores que se sentiram privados de informação porque publicações em jornais deixaram de ser realizadas.

**14.** Outro exemplo é a Instrução CVM nº 476, de 2009, em seu art. 17, que prevê que as divulgações relativas a demonstrações financeiras e fatos relevantes de emissores que distribuem valores mobiliários por meio de ofertas com esforços restritos sejam feitas por meio de sua página na rede mundial de computadores e, quando for o caso, por meio de envio às entidades administradoras de mercados em que os valores mobiliários forem admitidos à negociação.

**15.** É fato que tais ofertas são destinadas exclusivamente a investidores qualificados, mas novamente, nunca houve pleito ou reclamação a respeito deste comando que pudesse colocar em dúvida a eficiência da internet como meio de comunicação entre emissor e investidor.

**16.** A própria Instrução CVM nº 400, de 2003, foi alterada concedendo ao ofertante a possibilidade de anexar ao prospecto o último formulário de referência entregue pela companhia emissora ou incorporá-lo por referência indicando a página na rede mundial de computadores na qual possa ser consultado (item 5.1 do Anexo III). O formulário de referência contém todas as informações sobre a companhia emissora e a regulamentação da CVM permite que tais informações fossem fornecidas ao investidor exclusivamente por meio eletrônico.

**17.** Essa tendência não é algo particular ao Brasil. Na verdade, estamos caminhando nessa direção em passos mais parcimoniosos que os reguladores de outras jurisdições.

**18.** A **Securities and Exchange Commission** - SEC, regulador norte americano, desde 1995, tem incentivado os emissores de valores mobiliários a cumprirem com suas obrigações de transparência por meios eletrônicos. A SEC defende que o desenvolvimento de tecnologias de comunicação, em especial da **internet**, tornou o mercado de valores mobiliários mais eficiente, uma vez que esses meios permitem que as informações dos emissores sejam difundidas para o todo o globo em tempo real.[\[1\]](#)

**19.** Por isso, ao longo dos anos, a SEC vem, de um lado flexibilizando os meios por meio dos quais uma informação pode ser difundida[\[2\]](#) e, de outro, incentivando a utilização de meios eletrônicos como melhor forma de cumprimento das obrigações de transparência. Atualmente, para os fins da regulamentação do mercado americano, qualquer meio desenhado para prover ampla divulgação de informação ao público de forma não discriminatória é considerado satisfatório. Não há, portanto, obrigatoriedade de publicações em jornais e há uma clara preferência para meios eletrônicos.

**20.** Situação semelhante é encontrada na Europa. A Diretiva Europeia 2004/109/EC[\[3\]](#), que trata da harmonização dos requisitos de transparência em relação à informação sobre emissores cujos valores mobiliários sejam admitidos em mercados regulamentados, adota uma postura tão flexível quanto o regulador americano. De acordo com tal documento, a regulação dos países membros deve assegurar que a forma de divulgação proporcione acesso rápido, em bases não discriminatórias, da informação a todo o público.[\[4\]](#)

**21.** Para atender à Diretiva, a Inglaterra considera que uma obrigação de divulgação é considerada cumprida quando a informação é encaminhada para um RIS[\[5\]](#) (**Regulatory Information Service**). As RIS são agências de notícias eletrônicas que prestam serviços nos moldes satisfatórios para FSA.[\[6\]](#) A França, por sua vez, para o cumprimento da mesma diretiva, exige que a informação seja divulgada no site do regulador local, a **Autorité des Marchés Financiers** - AMF, e da própria companhia. Caso a o emissor utilize um sistema de difusão de informação autorizado (em geral, agências de notícia), há presunção de que a informação foi amplamente divulgada.[\[7\]](#) Assim, nesses países, emissores também não estão obrigados a publicar informações em jornais.

**22.** Nem parecer ser esta a recomendação da IOSCO. No trabalho intitulado "Principles for periodic disclosure by listed entities", publicado em 2010, a associação de reguladores recomenda simplesmente que o regulador estabeleça um meio de armazenamento da informação que possibilite o acesso a todo o público e ainda menciona a rede mundial de computadores como uma das possibilidades. [\[8\]](#)

**23.** Por essas razões, a CVM deve optar por meios mais modernos e baratos de difusão de informação, obviamente quando couber a ela a escolha. Acredito que assim tem sido feito. Quando em 2009 se eliminou a necessidade de publicações adicionais e, em 2010, se permitiu que todas as informações relativas a companhia fossem incorporadas por referência indicando um link na rede mundial de computadores e, finalmente, quando o Colegiado pediu que a SDM revisitasse a Instrução CVM nº 400 e avaliasse a exigências de publicação lá remanescentes.

**24.** Assim, ao contrário da opinião da área técnica, não há qualquer prejuízo informacional na dispensa de publicação em jornais, nem há o perigo de que tal dispensa possa gerar um precedente indesejável para esta casa.

**25.** Também discordo do fato de que o prejuízo se daria se houvesse uma mudança relevante na oferta, porque os investidores não receberiam tal notificação por meio de jornais. O art. 27 da Instrução CVM nº 400, de 2003, explicita quais os mecanismos que o regulador entendeu necessários para assegurar que o investidor tomasse ciência das modificações e revisitasse sua decisão de investimento na hipótese de mudanças relevantes na oferta, e nada na redação deste artigo faz crer que jornais impressos sejam necessários: "[a] modificação deverá ser divulgada imediatamente através de meios ao menos iguais aos utilizados para a divulgação da oferta e as entidades integrantes do consórcio de distribuição deverão se acautelar e se certificar, no momento do recebimento das aceitações da oferta, de que o manifestante está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições."

**26.** Acredito que a responsabilidade imputada às entidades integrantes do consórcio de distribuição de se certificar

que o investidor está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições é mecanismo muito mais eficiente do que a divulgação das alterações em jornais impressos. Por isso, nem mesmo nestas situações haveria necessidade de publicações.

**27.** Finalmente, a CVM tem ativamente participado do Comitê Técnico de Ofertas Menores, grupo de trabalho composto por entidades privadas e públicas que estuda medidas para desenvolver o mercado de ofertas de ações para companhias de médio porte. Embora os custos relacionados à oferta e a manutenção de um emissor não sejam os maiores entraves para que esse mercado se desenvolva, eles são frequentemente apontados como um dos pontos de preocupação dos potenciais emissores.

**28.** A CVM, obedecendo ao comando legal que lhe imputa a obrigação de cuidar do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários<sup>[9]</sup>, tem a responsabilidade de estar atenta a medidas que possam facilitar o acesso dos emissores a este mercado, sem causar prejuízos ou colocar em risco os investidores. Reduzir os custos de difusão de informações, dispensando as publicações em jornais quando é legalmente possível fazê-lo, em especial para emissores de menor porte, parece ser uma das medidas que reduzem o custo dos emissores e ofertas, sem qualquer prejuízo para os investidores.

**29.** Como já reconheceu a área técnica, a Companhia e conseqüentemente a oferta sob análise tem porte bem menor do que se tem visto no mercado brasileiro nos últimos anos e parece ser exatamente esse o tipo de companhia para as quais o Comitê Técnico de Ofertas Menores tem voltado suas discussões e esforços. Assim, não vejo melhor oportunidade para dar esse passo adiante nos precedentes sobre requisitos de oferta e conceder as dispensas pleiteadas pela Companhia.

**30.** Por esses motivos, voto pelo deferimento das dispensas solicitadas Companhia e pelo Coordenador Líder.

Rio de Janeiro, 5 de fevereiro de 2013.

**Luciana Dias**

Diretora

<sup>[1]</sup>Cf. Commission Guidance on Use of company web site (Release Nos. 34-58288, IC-28351; File No. S7-23-08) "Ongoing technological advances in electronic communications have increased both the markets' and investors' demand for more timely company disclosure and the ability of companies to capture, process and disseminate this information to market participants. Indeed, one of the key benefits of the Internet is that companies can make information available to investors quickly and in a cost-effective manner.

<sup>[2]</sup>Em agosto de 2008 a SEC editou a Rule 101(e) que conferiu ainda maior flexibilidade para emissores divulgarem informações mandatórias: "as adopted, Rule 101(e) states that issuers can make public disclosure for purposes of Regulation FD by filing or furnishing a Form 8-K, or by disseminating information "through another method (or combination of methods) of disclosure that is reasonably designed to provide broad, non-exclusionary distribution of the information to the public."

<sup>[3]</sup>Diretiva Europeia 2004/109/EC, Article 21: "The home Member State shall ensure that the issuer, or the person who has applied for admission to trading on a regulated market without the issuer's consent, discloses regulated information in a manner ensuring fast access to such information on a non-discriminatory basis and makes it available to the officially appointed mechanism referred to in paragraph 2. (...)

2. The home Member State shall ensure that there is at least one officially appointed mechanism for the central storage of regulated information. These mechanisms should comply with minimum quality standards of security, certainty as to the information source, time recording and easy access by end users and shall be aligned with the filing procedure under Article 19(1)."

<sup>[4]</sup>Um segundo requisito é que haja, ao menos, um mecanismo oficial de depósito central dessas informações.

<sup>[5]</sup>Disclosure Rules and Transparency Rules Handbook FSA, Chapter 2, item 2.2.1.

<sup>[6]</sup>Cf. <http://www.fsa.gov.uk/doing/ukla/ris>: "Companies subject to the Disclosure and Transparency Rules and/or the Listing Rules are required, in a range of circumstances, to make announcements to investors. For an announcement obligation to have been properly fulfilled, that announcement must be made via one of the newswire services we have officially designated as a 'Regulatory Information Service'."

<sup>[7]</sup>Cf. art. 221 da General Regulation.

<sup>[8]</sup>Cf. "Principles for periodic disclosure by listed entities", publicado em 2010, a associação de reguladores recomenda: "[t]he relevant law or regulation should ensure that there is storage of the periodic information in order to facilitate public access to the information. Storage of that information should also be at the lowest cost possible for investors. Electronic storage is one means of achieving this objective. This information should be stored in a central location, whether with the relevant regulator or another authorized repository, and be available for a sufficient period of time. The periodic report should be presented in a format that facilitates analysis of the information contained in the periodic report. To that end, some regulators are investigating the use of interactive data technology as a means of providing a quick and easy means for investors and others to extract, analyze and compare financial information that has been filed with regulators. The enhanced search and comparison capabilities afforded by the use of interactive data could improve investors' ability to understand the available financial information, and could enable issuers to communicate their financial results more effectively."

<sup>[9]</sup>Cf. Lei nº 6.385, de 1976, art. 4º: "[p] Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as

atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

(...)

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

(...)

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;"