

Espaço Jurídico – Notícias**Período de Silêncio: uma nova leitura**

Por: Atademes Branco Pereira*



A instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 400/03 impõe restrições à divulgação de informações sobre a emissora, a oferta e o ofertante durante o processo de oferta pública de valores mobiliários, é o chamado Período de Silêncio. A obrigação de realização de um Período de Silêncio nas ofertas públicas de valores mobiliários não é exclusividade do nosso ordenamento jurídico. De fato, pode-se dizer que o Período de Silêncio equipara-se ao Quiet Period do mercado norte-americano. Curiosamente, tanto aqui quanto lá, o termo Período de Silêncio, ou Quiet Period, não se encontra expressamente definido em lei. Ainda, o caso americano e o brasileiro têm sido objetos de reflexões recentemente.

Nos Estados Unidos, por exemplo, a SEC - Securities and Exchange Commission (órgão regulador do mercado de valores mobiliários norte-americano, similar à Comissão de Valores Mobiliários) - no último dia 29 de junho, aprovou a adoção de medidas para modificar o processo de comunicação de informações sob a tutela do Securities Act. A mudança busca flexibilizar restrições anteriormente impostas às companhias durante o Quiet Period.

Naquele mercado o Período de Silêncio se estende do momento em que a companhia protocoliza um pedido de registro junto à SEC até o momento em que a SEC declara o registro da oferta eficaz. Durante esse intervalo, as leis federais de mercado de capitais limitam as informações que a companhia e partes relacionadas possam fornecer ao público, sendo que a Rule 134 do Securities Act de 1933 estabelece as limitações aplicáveis ao caso.

No Brasil, em 29 de dezembro de 2003, a CVM editou a Instrução nº 400, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário e secundário. A nova norma unificou a regulamentação sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e modernizou algumas regras já previstas nas Instruções CVM nº 13/1980 e nº 88/1988, as quais foram revogadas. Além disso, regulamentou práticas que vinham sendo adotadas pelo mercado, bem como introduziu novas regras no ordenamento jurídico relativas à oferta pública de valores mobiliários.

A já consagrada Instrução CVM nº 400/03 teve por principal finalidade garantir e ampliar a proteção do público investidor e do mercado de capitais. Para isso, busca assegurar um tratamento equitativo aos investidores e uma ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre: a oferta de valores mobiliários, a companhia emissora, o ofertante e as demais pessoas envolvidas na oferta.

Dentre as várias inovações, a nova instrução estipulou por meio de seu artigo 48, inciso IV, o chamado Período de Silêncio. De acordo com a disposição, a emissora, o ofertante e as instituições intermediárias (estas últimas a partir de sua contratação) e seus respectivos assessores, em processo de oferta pública de valores mobiliários, decidida ou projetada, devem "abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a publicação do anúncio de encerramento da distribuição."

Em linha com os princípios gerais da Instrução CVM nº 400/03, o Período de Silêncio tem por objetivo assegurar a adequada divulgação de informações ao investidor. Isso para evitar que pronunciamentos da emissora, do ofertante ou das instituições intermediárias na mídia representem publicidade indevida da oferta ou do ofertante de valores mobiliários (procedimento esse conhecido no mercado norte-americano como "gun jumping"). Também se tenta impedir que a emissora, o ofertante ou as instituições intermediárias divulguem informações sobre a oferta ou o ofertante a agentes específicos do mercado em detrimento do público investidor em geral, ou seja, a adoção de prática não equitativa ou insider trading.

Nesse contexto, vale notar que nos termos do art. 50 da Instrução CVM nº 400/03 "a utilização de qualquer texto publicitário para oferta, anúncio ou promoção da distribuição, por qualquer forma ou meio veiculados, inclusive audiovisual, dependerá de prévia aprovação da CVM e somente poderá ser feita após a apresentação do prospecto preliminar à CVM".

A interpretação literal da norma parece conduzir ao entendimento de que durante o Período de Silêncio a emissora, o ofertante e as instituições intermediárias somente podem divulgar ao público investidor informações sobre a emissora, o ofertante e a oferta que tenham sido previamente aprovadas pela CVM e que estejam incluídas nos documentos da oferta, inclusive, conforme o caso, no prospecto.

No momento, há discussões sobre a necessidade de alterações nesta leitura. Ocorre que o texto do artigo 48 da Instrução CVM nº 400/03 é extremamente restritivo, o que não parece ser o objetivo da norma.

Uma interpretação literal deste artigo poderia levar a conclusões totalmente absurdas como, por exemplo, a de que a publicação de informações do ofertante (tais como Demonstrações Financeiras Padronizadas, formulários de Informações Anuais - IAN e formulário de Informações Trimestrais - ITR), conforme os termos da Instrução CVM nº 202, de 06 de dezembro de 1993, estaria dispensada e proibida durante o Período de Silêncio. Note-se que o caput do artigo 48 da Instrução CVM nº 400/03 ressalva a publicação de Fatos Relevantes conforme os termos da Instrução CVM nº 358/02, todavia não faz qualquer ressalva quanto à publicação de informações nos termos da Instrução CVM nº 202/93.

O mesmo dispositivo parece proibir, totalmente, a ofertante de pronunciar-se sobre si na mídia durante o processo de oferta de valores mobiliários mesmo com relação a aspectos que não envolvam a oferta ou tenham impacto, direto ou indireto, sobre a oferta. Uma interpretação extrema nesse sentido suscita dúvidas até mesmo quanto à possibilidade legal de uma companhia em processo de oferta pública de valores mobiliários fazer propaganda de seus produtos ou serviços, atividade essa muitas vezes imprescindível para o desenvolvimento de tais produtos ou serviços e, conseqüentemente, para manutenção dos negócios e saúde financeira da companhia.

Se o objetivo da norma fosse proibir totalmente a divulgação de informações sobre a companhia ou o ofertante, durante o processo de oferta de valores mobiliários, tal proibição poderia vigorar por vários meses. Afinal, o prazo de subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto de uma oferta pública é de seis meses, contados da data de publicação do respectivo anúncio de início de distribuição. Nessa linha, na hipótese de uma companhia realizar emissões consecutivas tal proibição poderia vigorar por mais de um ano.

Não obstante os termos literais do artigo 48 da Instrução CVM nº 400/03, entendemos que a norma deva ser interpretada de acordo com a sua finalidade e de forma sistemática. Parece equivocada a interpretação da norma no sentido de que companhias, por exemplo, devam suspender totalmente a publicidade de seus negócios ou de divulgação de informações ao mercado, inclusive as decorrentes de regulamentação específica, durante o processo de oferta de valores mobiliários.

Entendemos que o escopo do artigo 48, inciso IV, da Instrução CVM nº 400/03 é vedar tão somente a prática de "gun jumping", isto é a publicidade com objetivo de aumentar o interesse do público em investir na companhia sem alertar para a situação financeira da companhia e fatores de risco envolvidos em tal investimento, conforme descritos nos documentos da oferta apresentados à CVM. Além de tentar evitar a divulgação de informações a determinados investidores em detrimento dos demais participantes do mercado de valores mobiliários.

Nesse contexto, o mercado de valores mobiliários questiona se a redação deste dispositivo não estaria excessivamente restritiva, mais até do que a própria CVM aparentemente objetivava. Note-se que o Superintendente de Registro de Valores Mobiliários da CVM já se pronunciou na mídia no sentido de que a obrigação decorrente desta norma não acarreta o dever de silêncio absoluto pela companhia em processo de realização de uma oferta pública de valores mobiliários, podendo a companhia manifestar-se de acordo com suas políticas usuais e sobre fatos inesperados.

Esse entendimento, aliás, também é adotado pela SEC com relação ao Quiet Period do mercado Norte-Americano, já tendo a SEC divulgado o seguinte: "Em que pese as restrições existentes, a SEC tem encorajado as companhias a continuar fazendo divulgações empresariais usuais no curso de seus negócios durante o Período de Silêncio".

De todo modo, é recomendado às companhias que decidam realizar uma oferta pública de valores mobiliários que, a partir desta decisão, tomem, algumas providências a fim de evitar questionamentos por parte do órgão regulador. Elas deveriam esclarecer a todos os administradores e pessoas responsáveis por contatos com o mercado, especialmente membros do departamento de relações com investidores, a obrigação decorrente do artigo 48, inciso IV, da Instrução CVM nº 400/03. Também é indicado que elas centralizem o relacionamento da emissora e/ou do ofertante com o mercado, para se evitar a divulgação de informações díspares ou de informações que devam permanecer confidenciais.