

Nova instrução alinha mercado nacional às práticas externas**Espaço Jurídico - Notícias - 08/06/2009**

Chamada de Nova ICVM Nº202, a minuta com a regulamentação sobre registro de emissores, colocada em audiência pública do final do ano passado até março passado, traz avanços significativos para as políticas de divulgação de informações, de captação de recursos, de remuneração e responsabilização de administradores, e alinha o mercado a práticas internacionais. No entanto, ainda há questões a serem melhor definidas no documento final, como alguns pontos sobre a adoção do Formulário de Referência, o detalhamento da remuneração de administradores e os critérios para classificação de emissores de BDRs. A nova regulamentação, que está prevista para entrar em vigor no próximo ano, sinaliza que, com as suas novas exigências e seus custos, as empresas terão acesso mais fácil a novas captações, mas para valer a pena a adequação às novas regras, terão que efetivamente fazer uso do mercado.

Resultado de anos de análise e da efervescência do mercado de capitais ocorrido entre 2005 e 2007, a minuta de instrução que estabelece as regras de registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados foi objeto de discussão entre os agentes do mercado nos primeiros meses do ano, e agora aguarda as alterações e definições a serem dadas pela CVM. Ainda na expectativa da redação final, há a certeza de que a nova regulamentação trará avanços significativos para o mercado, principalmente em um momento posterior ao de conjuntura de crise. A previsão é de que a nova regulamentação entre em vigor a partir de 2010.

Mais transparência, novas ferramentas para divulgação de políticas de remuneração de administradores, um desenho que colabora na avaliação de riscos e a busca por evitar o uso indevido de emissão de BDRs (certificados de depósito de valores mobiliários emitidos por empresas estrangeiras no mercado nacional). Esses são alguns dos objetivos da chamada nova Instrução CVM Nº202, que devem trazer impactos significativos para o mercado: maior facilidade para realização de novas emissões e, por consequência, maior acesso a novas captações. Mas as exigências, e seus custos, sinalizam que quem optar por cumpri-las e ficar no mercado deverá efetivamente fazer uso dele.

É o caso da adoção do novo modelo de divulgação de informações a ser feito por meio do Formulário de Referência. Trata-se praticamente de um Prospecto - documento elaborado obrigatoriamente pelas empresas no momento em que vão abrir o seu capital e realizar a sua primeira oferta pública, ou na realização de qualquer programa de distribuição, e que, pela Instrução CVM Nº 400, já exigia a apresentação de informações detalhadas sobre o emissor. Agora, as empresas consolidariam todas as suas informações em um único documento - o Formulário de Referência - atualizado regularmente, independente da realização de novas distribuições.

Há diferenças entre as exigências feitas de acordo com as categorias de emissores criadas pela própria Nova ICVM 202: emissores capital/bolsa, que autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários em quaisquer mercados; emissores capital/balcão que autoriza a negociação de valores mobiliários de capital do emissor em mercados de balcão, organizados ou não, e a negociação de valores mobiliários de dívida e investimento coletivo do emissor em quaisquer mercados regulamentados de valores mobiliários; e emissores dívida e investimentos coletivo que autoriza a negociação de valores mobiliários de dívida e investimento coletivo em quaisquer mercados regulamentados. Mas o grau de informação pedido, de qualquer forma, é mais detalhado e constante, e em algumas situações a atualização deverá ser feita em prazos de cinco dias da ocorrência do fato a ser informado.

Anna Carolina Malta, advogada do escritório Barbosa, Müssnich & Aragão, acredita que a adaptação poderá ser difícil, pois o nível de informação disposto no Formulário de Referência é muito complexo, bem além do que é exigido hoje no IAN (relatório de informações anuais), que será substituído. "Mas haverá mais transparência e permitirá aos investidores, aos analistas e às próprias companhias realizarem comparações mais facilmente. É um alinhamento do mercado nacional às regras internacionais em termos de divulgação de informação."

"É um grande avanço para facilitar novas emissões, principalmente nos casos de empresas de grande exposição no mercado", avaliam Eliana Chimenti e Daniel de Miranda Facó, sócios do escritório Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados. Com a manutenção constante das informações sobre o emissor, a expectativa é de que no momento em que for decidida a realização de uma nova emissão, para obtenção de novos recursos junto ao mercado, o processo será muito mais rápido. No caso das empresas de grande exposição no mercado, há a intenção de que o registro aconteça cinco dias úteis após o protocolo do pedido na CVM, a publicação do Anúncio de Início de Distribuição, e a disponibilização do Prospecto Definitivo para os investidores.

São consideradas, pela minuta, empresas de grande exposição no mercado: as que tenham ações negociadas em bolsa há, pelo menos, 3 (três) anos; tenham cumprido tempestivamente com suas obrigações periódicas nos últimos 3 anos ou tenham atendido adequada e tempestivamente às solicitações recebidas da CVM; e cujo valor de mercado das ações em circulação seja igual ou superior a cinco bilhões de reais, de acordo a cotação de fechamento no último dia útil do trimestre anterior à data do pedido de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

No entanto, há o receio de que o aumento de disclosure afaste possíveis interessados em ingressar no mercado. "No momento em que a CVM dá esse passo, há a criação de um ônus, com mais custos, e que pode ser relevante dentro atual de crise", afirmam Eliana Chimenti e Daniel de Miranda Facó, sócios do escritório Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados. Seria necessário ponderar o quanto esse benefício é desejado em comparação ao custo que ele representará. "Em um cenário econômico como o dos anos de 2005 a 2007, não haveria tanto risco".

Mas, de qualquer forma, excluindo a questão conjuntural, é possível observar que a adoção dessa medida vai de acordo com a nova política da CVM, dentro do sistema de Supervisão Baseada em Risco. "Com o Formulário de Referência há uma transparência permanente, o que facilita o próprio trabalho da CVM, diluindo a oferta de informações no tempo, sem haver concentrações e exigências de maiores esforços de trabalho em momentos pontuais de novas ofertas", avaliam os sócios do escritório Machado Meyer

Segundo a advogada Anna Carolina Malta, para empresas que não emitem papéis há muito tempo, o sistema do Formulário de Referência colocará em xeque a conveniência de permanecer no mercado como companhia aberta. "Normalmente, o IAN das companhias abertas que não emitem papel há muito tempo é um IAN diferente das que foram à Bolsa há pouco tempo. Nesse último caso, foram feitos os Prospectos, com um detalhamento já exigido pela ICVM N°400, e as informações são incorporadas ao IAN e ao Formulário de Referência mais facilmente", pondera. "Nos outros casos, de empresas que não emitem faz tempo, ou fazem emissões privadas para aqueles investidores de quando abriu o capital, o que pode ocorrer é que muitas optem por fechar capital", afirma. "Haveria um custo muito grande, para um universo pequeno de investidores, se não tiverem intenção de captar mais recursos".

Ao mesmo tempo, as empresas que já arcaram com custos para elaboração de seus Prospectos em ofertas recentes terão um incentivo para ir mais ao mercado em busca de novos recursos, pois estão com grande parte do custo obrigatório coberto. "No momento em que for captar novos recursos com o público só terá que passar as informações específicas sobre o papel que está emitindo. Isso facilita e incrementa o mercado", analisa a advogada.

A transparência proposta pela Nova ICVM N°202 também busca um maior comprometimento por parte dos administradores. Além da muito comentada política de divulgação de remuneração, que chega ao nível de publicação dos valores de forma individual por administrador no caso dos emissores capital/bolsa e capital/balcão, há a previsão de que esses profissionais façam comentários e declarações de veracidade expressas sobre o conhecimento e regularidade das informações ali apresentadas. Mais uma vez, um procedimento utilizado nos casos de Prospectos e não nos IAN.

Na avaliação da advogada Ana Carolina de Salles Freire, sócia do escritório TozziniFreire, a política de remuneração deveria, sim, determinar a abertura individual pelo menos dos três maiores salários da empresa. "A questão é polêmica, tanto que a própria CVM pediu manifestação dos agentes do mercado sobre esse ponto. Mas o fundamental é que haja informação suficiente para saber qual é a política de remuneração da companhia e não, simplesmente, a abertura de valores", afirma, lembrando que no mercado brasileiro a questão ainda é tabu: em nenhuma das operações de abertura de capital ocorridas de 2004 para cá, houve a disposição de informação sobre a remuneração de administradores de forma individualizada.

A discordância sobre o detalhamento desse tipo de informação é significativa. Para Anna Carolina Malta, segundo a análise do escritório **Barbosa, Müssnich & Aragão**, a exigência da divulgação individualizada da remuneração de administradores, exclusiva para as empresas de capital bolsa e capital balcão, colocaria essas companhias em posição delicada: seus executivos ficariam mais expostos, representando inclusive maior risco a sua segurança, mas, além disso, essas informações agravariam a questão da competição, pois outras empresas teriam dados relevantes para negociar a contratação desses profissionais.

"Para os investidores, o que importa efetivamente é ter acesso à remuneração global por segmento, ou por área da companhia, e não de forma individualizada", afirma a advogada. "Entendemos que a intenção da CVM é dar a transparência necessária para que o investidor possa saber como é a remuneração, a fim de que tenha condições de decidir quais as áreas que devem receber mais bônus ou não".

Quanto às declarações de veracidades de informações por parte dos administradores, um ponto visto como facilitador para potenciais responsabilizações desses profissionais em caso de irregularidades, não parecem ser um procedimento de difícil adequação. "As empresas de capital aberto não devem ter muitas observações em relação à certificação por parte dos administradores, pois, hoje, no próprio IAN, quando é oferecida uma informação para a CVM, o administrador já está declarando, implicitamente, que é correta, verdadeira e completa", afirma Eliana Chimenti, sócia do escritório Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados. "Até porque, pelo dever de informar, previsto em lei, poderia haver a responsabilização. E, pela prática, a CVM tem tido como conduta indiciar os responsáveis pelas áreas nas quais surgem as irregularidades". Para ela, um detalhamento, como o previsto, facilita a responsabilização, mas pode levar o administrador a um desconforto.

Toda nova prática pode trazer estranhamentos, principalmente, em razão da própria cultura de mercado já existente. Daí a maior preocupação, para a advogada Anna Carolina Malta, não ser a certificação, mas a estipulação de projeções no Formulário de Referência. "Há o pedido de informações que são tendências: de mercado, de financiamento, perspectivas futuras, como se fossem estimativas. Normalmente, as empresas não oferecem esse tipo de informação, pois eram facultativas nos casos de emissões, segundo a ICVM Nº400", afirma. Agora, segundo ela, a princípio, de acordo com o artigo 21 da Nova ICVM Nº202, parece ser facultativo, mas no item 10 do Formulário a impressão é de obrigatoriedade. "Esse é um ponto a ser esclarecido."

Há uma relevância, no entendimento da advogada, porque o mercado nacional não tem esse hábito. Pelo contrário: há o receio de divulgar projeções e essas serem tomadas como promessas. "Isso deve ser discutido porque as empresas normalmente têm receio de colocar as suas projeções, se não forem de terceiros, pois o investidor pode considerar isso como uma verdade. No exterior, essa medida é normal, e o mercado sabe que efetivamente é uma informação que não necessariamente vai acontecer. Aqui, ainda há receios pelo risco de uma má compreensão."

Emissão de BDRs também tem novas regras

Para a advogada Ana Carolina de Salles Freire, sócia do escritório TozziniFreire Advogados, um dos pontos mais expressivos da Nova ICVM Nº202 é o novo tratamento dado aos emissores de BDRs - certificados de depósito de valores mobiliários emitidos por empresas estrangeiras no mercado brasileiro. "As empresas estrangeiras e nacionais terão sua regulamentação expressa em uma mesma instrução, o que já facilita. Mas, além disso, o tratamento dado aos dois tipos de emissores estará mais próximo, o que desestimulará o uso de constituição de empresas estrangeiras para emitir BDRs, ao invés de realizar a colocação de ações como companhias nacionais. Um procedimento que parece ter ocorrido anteriormente".

As regras para emissão de BDRs (ICVM 3331 e 332) foram editadas em 2001, a princípio, por conta de uma operação que seria realizada naquele momento. O cenário econômico era outro. Ainda não havia o aquecimento do mercado de capitais nacional. No entanto, a partir de 2004, o acesso a esse meio de captação de recursos ganhou uma frequência que evidenciou falhas na regulamentação. "Pela regulamentação anterior, a transparência era mais limitada e, talvez, o pior era a dificuldade em responsabilizar administradores de companhias emissoras de BDRs e os próprios emissores", afirma Ana Carolina Freire. Segundo ela, mesmo com a possibilidade da CVM fiscalizar, para a obtenção de informações e o cumprimento de obrigações demandadas pela autarquia demoravam mais, além do emissor se submeter à lei societária do país da empresa estrangeira. "Havia um potencial maior de conflito de legislação".

Segundo Ana Carolina Freire, desde então nove companhias emitiram BDRs. No entanto, pela regulação existente, bastava que tivessem sede em outro país para realizar a emissão desse tipo de papel. "Com a proposta dada pela Nova ICVM Nº202, apenas uma dessas companhias continuaria a ser considerada emissora de BDRs, pelos novos critérios", afirma. A nova instrução determina que para emitir BDRs a empresa não pode ter sede no Brasil, ou tenha receitas provenientes do Brasil que representem 50% ou mais de sua receita bruta consolidada.

Há, porém, receios em relação a esses critérios, principalmente, se for considerado o potencial de consumo do mercado brasileiro. Uma empresa com origem em um país menor, que faça um investimento no Brasil, poderá ao longo do tempo obter uma receita significativa proveniente do mercado nacional, superando a marca de 50% de sua receita total. Nesse caso, não poderia mais emitir BDRs no país. Daí a sugestão para que sejam inseridos outros critérios para a classificação de emissores de BDRs.

Outro ponto polêmico nessa questão é o que ocorrerá com as empresas que já colocaram BDRs no mercado nacional e não se enquadram mais como emissores de BDRs pelas novas regras. "A minuta não prevê uma regra de transição. A princípio, acredito que deveria haver um novo enquadramento no momento em que fossem realizar qualquer nova emissão depois da entrada em vigor das novas regras", diz a sócia de TozziniFreire.

No entanto, há divergências sobre essa escolha. Eliana Chimenti e Daniel de Miranda Facó, sócios do escritório Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados, avaliam que, mesmo no caso de empresas que emitiram BDRs no mercado nacional e que, pela nova instrução, não poderiam mais ser classificadas dessa forma, não deveria ocorrer mudanças para as suas novas emissões.

"Se um emissor de BDRs, com a descontinuidade de sua classificação, realizar futuramente emissões de ações e não de BDRs, poderá ser criada uma situação de mercado estranha e trazer problemas aos investidores, como em relação à liquidez dos papéis", afirmam. Seriam dadas naturezas diferentes _ BDRs e ações _ para a mesma coisa: participações de uma mesma empresa. "A CVM deverá analisar com muito cuidado essa situação. Mas, da mesma maneira que tem conduzido outras mudanças, acreditamos que estará sensível e atenta às necessidades do mercado".

Instrução CVM Nº400 também terá modificações

Dentro do trabalho de atualização e adequação das normas do mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também colocou em audiência pública uma minuta propondo alterações à Instrução CVM Nº400, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário. As mudanças complementam as modificações feitas pela Nova ICVM Nº202.

De acordo com a assessoria de imprensa da autarquia, o modelo proposto pela Audiência Pública 07/08 é de que o Formulário de Referência, documento com informações do emissor criado pela Nova ICVM Nº202, substitua o IAN e algumas das seções do Prospecto. O que trará uma nova dinâmica à oferta de informações ao mercado. Como consequência, há a possibilidade de facilitar novas emissões. É nesse sentido que a minuta da Nova ICVM Nº400 traz, entre os avanços mais importantes, o registro automático das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão dos emissores com grande exposição ao mercado.

A intenção, segundo a CVM, é estabelecer o registro automático semelhante ao apresentado na Instrução nº 429/06, que torna efetivo o registro decorridos 5 (cinco) dias úteis após o protocolo do pedido na CVM. Essa medida aumenta substancialmente a celeridade no acesso desses emissores ao mercado, que hoje está sujeito a um prazo mínimo de 20 dias úteis.

O prazo para envio de sugestões e comentários com relação a essa minuta posta em audiência pública foi até o dia 26 de maio.

[Clique aqui para ler esta notícia direto da fonte](#)