



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO – UFRJ  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACC  
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

**PAULO FERNANDO DE MENEZES CARDOSO**

**CAPTAÇÃO DE CAPITAL PRÓPRIO POR EMPREENDEDORES NO BRASIL – A  
INSTRUÇÃO CVM No. 480**

**Rio de Janeiro**

**2010**



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO – UFRJ  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACC  
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

**PAULO FERNANDO DE MENEZES CARDOSO**

**CAPTAÇÃO DE CAPITAL PRÓPRIO POR EMPREENDEDORES NO  
BRASIL – A INSTRUÇÃO CVM No. 480**

Monografia apresentada ao  
Departamento de Administração -  
FACC da Universidade Federal do  
Rio de Janeiro - UFRJ como  
requisito para a obtenção do Título  
de Bacharel em Administração.

Orientador: Uriel de Magalhães

**2010.1**

Cardoso, Paulo Fernando de Menezes  
Captação de Capital Próprio por Empreendedores no Brasil – A  
INSTRUÇÃO CVM No. 480 / Paulo Fernando de Menezes Cardoso.  
- Rio de Janeiro: UFRJ / FACC, 2010.  
53 Fls.

Monografia (Graduação) – Universidade Federal do Rio de Janeiro,  
FACC, Curso de Administração, 2010.  
Orientador: Uriel de Magalhães

1. Estrutura de Capital 2. Capital Próprio 3. Instrução CVM No. 480.  
**I.** Magalhães, Uriel. **II.** Universidade Federal do Rio de Janeiro,  
Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Curso de  
Administração. **III.** Título. Captação de Capital Próprio por  
Empreendedores no Brasil – A INSTRUÇÃO CVM No. 480

PAULO FERNANDO DE MENEZES CARDOSO

CAPTAÇÃO DE CAPITAL PRÓPRIO POR EMPREENDEDORES NO  
BRASIL – A INSTRUÇÃO CVM No. 480

Monografia submetida ao corpo docente da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de Bacharel em Administração.

---

Data da aprovação

Aprovado por:

---

Professor Uriel de Magalhães

Faculdade de Administração e Ciências Contábeis - UFRJ

---

Henrique Westenberger

Faculdade de Administração e Ciências Contábeis - UFRJ

## DEDICATÓRIA E AGRADECIMENTOS

Mais uma monografia que dedico aos meus pais, Jorge e Ivonete, aos meus irmãos, Marco Flávio e Rodrigo César, e à Conceição, pelo carinho e pelo apoio incondicional ao longo de minha vida. Dedico-a também aos meus amigos, pelos momentos de inenarrável alegria e felicidade que estarão para sempre guardados em minha memória. Agradeço ainda ao meu professor orientador, Uriel de Magalhães, que aceitou orientar a presente monografia com o maior prazer e atenção.

*“Para o alto e avante!”*

## RESUMO DO TRABALHO

O objetivo deste trabalho é abordar temática relacionada aos mecanismos existentes no mercado brasileiro que propiciam a captação de recursos pelas nossas companhias para a continuidade de suas atividades empresariais.

Desta forma, esta obra fará referência ao eterno dilema dos empreendedores brasileiros: Como captar os recursos necessários para o financiamento das atividades econômicas de minha empresa? Seria mais adequado captá-los por meio de capital de terceiros ou por meio de capital próprio? Qual seria a estrutura de capital mais adequada para o meu modelo de negócios e meus objetivos?

Nesta perspectiva, o presente trabalho pretende dar especial atenção a captação de recursos próprios por meio de acesso a bolsa de valores por tais empreendedores, dando enfoque às novas regras que devem ser observadas pelos empreendedores que decidam tornar suas companhias como de capital aberto e captadoras de recursos próprios publicamente.

No contexto de captação pública de recursos próprios, este trabalho tem meta principal analisar a Instrução CVM No. 480 de 07 de dezembro de 2009 – nova norma que regula o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados – de forma que tenhamos uma visão geral sobre os direitos, obrigações e deveres gerados pela decisão de uma companhia de captar recursos através deste mecanismo.

**PALAVRAS-CHAVE:** Estrutura de Capital – Capital Próprio – Instrução CVM No. 480.

## **ABSTRACT**

The purpose of this paper is to discuss themes related to mechanisms available under Brazilian market that permit the raise of funds (financing) by our companies to the continuance of their economical activities.

Based on this, this paper shall make reference to the dilemma of Brazilian entrepreneurs. How should I raise the necessary funds for the financing of the economical activities of my entrepreneurship? Would be more adequate to obtain debt or equity investments? Which would be the capital structure more adequate to my business model and goals?

On this perspective, this paper shall dedicate special attention to the raise of equity investments through equity public placement in stock exchanges. The efforts of this paper will be addressed to the new rules that must be observed by entrepreneurs in case they decide to list their companies and raise equity funds.

Thus, this paper has a main goal the analysis of CVM Instruction No. 480 as of December 07, 2009 – which regulates the registration of issuers of securities to be negotiated under ruled markets – so that we may have an overview over the rights, obligations and duties arising from a company's decision to raise funds trough this mechanism - listing it self (and going public).

**KEY WORDS:** Capital Structure – Equity – CVM Instruction No. 480.

## METODOLOGIA DA PESQUISA

De acordo com o objetivo proposto, realizou-se uma **pesquisa exploratória** visando maior conhecimento acerca do assunto, a fim de que se possa formular problemas mais precisos ou criar hipóteses que possam ser pesquisadas por estudos posteriores. Quanto aos meios e/ou método para se efetivar este trabalho, a coleta de dados se deu praticamente por meio da **pesquisa documental**, que nada mais é do que efetuar pesquisa de documentação e artigos disponíveis, regulação constante em normas e opinião de terceiros versados sobre o tema objeto do estudo.

## SUMÁRIO

<b>1. Abreviaturas</b> .....	10
<b>2. Introdução</b> .....	11
<b>3. Estrutura de Capital</b> .....	13
<b>4. Regulação do Mercado de Capitais</b> .....	18
4.1. A INSTRUÇÃO CVM No.202 .....	25
4.2. Regulamentação Atual – A INSTRUÇÃO CVM No. 480 .....	27
<b>5. Conclusão</b> .....	50
<b>6. Bibliografia</b> .....	52

## **1. Abreviaturas**

**BNDES** – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

**CMN** – Conselho Monetário Nacional

**CVM** – Comissão de Valores Mobiliários

**ICVM 202** – Instrução CVM No. 202, datada de 06 de dezembro de 1993, conforme alterada de tempos em tempos.

**ICVM 358** - Instrução CVM No. 358, datada de 03 de janeiro de 2002, conforme alterada de tempos em tempos.

**ICVM 480** – Instrução CVM No. 480, datada de 07 de dezembro de 2009

**Lei das S.A.** – Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 com alterações posteriores.

**n.º** - Número

**pg.** – Página

**pgs.** - Páginas

## 2. Introdução

Todo empreendedor tem por objetivo precípua que o seu negócio/empreendimento seja bem-sucedido e que seja capaz de lhe propiciar o retorno adequado.

Entretanto, por diversas vezes, para viabilizar os investimentos necessários capazes de ampliar o seu negócio (seja para investir em projeto e desenvolvimento de um novo produto, a construção de uma planta fabril, ampliar número de lojas, etc.), faz-se necessária a captação dos recursos financeiros necessários para efetivação de tais investimentos.

Neste momento, o empreendedor (proprietário da companhia) precisa tomar uma decisão. Qual a estrutura de capital mais adequada para minha companhia? Devo aportar recursos próprios? Devo buscar novos sócios para o meu empreendimento? Devo buscar capital de terceiros (financiamento bancário, por exemplo)? Ou devo pensar em outro modelo de negócio, tal como abertura de franquias da minha atividade, o que poderia incrementar a expansão do negócio e/ou marca sem necessariamente demandar um aporte vultoso de recursos próprios e/ou de terceiros na mesma pessoa jurídica?

É nesse contexto de definição de estrutura de capital mais adequada de cada empreendimento (que sempre deve ser analisada caso a caso) que este trabalho está inserido. O objetivo deste trabalho é detalhar questões relacionadas a uma estrutura de capital por meio do qual um empreendedor, necessitando de recursos para viabilizar os empreendimentos de seu negócio, busca aumentar o percentual de capital próprio (em terminologia técnica e não estrita) em sua estrutura de capital, por meio da captação de recursos através da emissão pública de

ações de sua companhia em mercado regulamento de valores mobiliários  
– como por exemplo a bolsa de valores.

### 3. Estrutura de Capital

Vale a pena imaginar uma companhia como uma pizza. Inicialmente, o tamanho da pizza dependerá da qualidade das decisões de investimento do empreendedor. As decisões de investimento determinarão o valor dos seus ativos (por exemplo, prédios, terrenos e estoques). Em seguida, a companhia poderá determinar sua estrutura de capital. Inicialmente, poderia ter obtido recursos para investir em ativos, recorrendo mais a capital de terceiros do que a capital próprio; mas talvez possa considerar a modificação dessa estrutura, emitindo mais ações, usando o dinheiro assim obtido para resgatar parte de suas dívidas.<sup>1</sup>

Podemos imaginar então o valor de uma companhia como sendo a soma do valor do capital de terceiros com o valor do capital próprio. Assim, teríamos a seguinte fórmula:

$$V=B+S, \text{ onde:}$$

V=valor da empresa

B= Valor do capital de terceiros e

S= valor do capital próprio

Portanto, uma estrutura de capital nada mais é do que a forma como uma companhia financia os seus ativos e investimentos, isto é, qual é a composição de seu financiamento, entre capital próprio e o capital de terceiros.

---

<sup>1</sup> ROSS, WESTERFIELD, JAFFE, Administração Financeira, *Corporate Finance*. Tradução: Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo. Editora Atlas – 2007, pg. 25.

A missão de um empreendedor é descobrir qual é a melhor proporção entre capital próprio e capital de terceiros para o seu negócio<sup>2</sup>. A decisão do modo como uma empresa se financia é de relevância vital para esta, visto que tal decisão tem diversos impactos nesta. Didaticamente, podemos elencar abaixo as principais fontes de investimento por meio das quais as Companhias captam seus investimentos<sup>34</sup>

<b>FONTES</b>	<b>Internas</b>	Lucros retidos	
		Rotatividade dos créditos ativos maior do que a dos passivos	
		Proteção Fiscal	
		Outras	
	<b>Externas</b>	Recursos de Terceiros	Debêntures
			<i>Commercial papers</i>
			Crédito subsidiado
			Capital estrangeiro (empréstimos)
			Fornecedores
		Recursos próprios	Capital acionário (capital social)

<sup>2</sup> Não é objetivo do presente trabalho discorrer sobre as diversas fórmulas financeiras que permitam identificar a melhor estrutura de capital para uma companhia.

<sup>3</sup> Apud. CAVALCANTI; Misumi, 2002, pg. 148. Carolina Macagnani dos Santos – *Levantamento dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras*. 2006. Tese de Mestrado na USP – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto.

<sup>4</sup> Parece-nos que esta lista de fontes de investimento não é exaustiva e não tecnicamente apurada. Por exemplo, em recursos de terceiros, há uma confusão entre “capital estrangeiro” e “empréstimos”. Um empréstimo, por exemplo, pode ser também obtido no país e não necessariamente no exterior.

E diversos são os fatores (não necessariamente financeiros) que influenciam na tomada de decisão de um empreendedor sobre qual é a estrutura de capital mais adequada para sua companhia, a saber:

Fatores relacionados com a captação de capital de terceiros:

- (i) Taxas de juros cobradas por instituições financeiras para captação de recursos;
- (ii) Tipo de garantias a serem exigidas pelo credor;
- (iii) Prazo de pagamento;
- (iv) Possibilidade de financiamento com menor taxa de juros via captação de recursos junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES<sup>5</sup>;
- (v) Se o contrato de empréstimo estabelecerá limitação ao pagamento de dividendos por parte da companhia aos seus acionistas?

Fatores relacionados com a captação de capital próprio:

- (i) O empreendedor (proprietário da companhia) possui recursos próprios para financiar e investir em sua companhia?
- (ii) Se detiver tais recursos, o empreendedor está disposto a imobilizá-lo na companhia por algum período para fins de investimento nesta?

---

<sup>5</sup> Em regra, o BNDES, como veículo oficial do governo federal para financiar o desenvolvimento econômico, por vezes oferece taxas de juros mais atrativas aos empreendedores do que os bancos comerciais convencionais.

- (iii) Não detendo recursos próprios e entendendo não ser cabível/pertinente a captação de recursos de terceiros, o empreendedor está disposto a ceder parcela da propriedade de sua companhia a outrem?
- (iv) Que tipo de sócio o empreendedor busca para a consecução de seu empreendimento? Um investidor institucional capaz de agregar valor as operações do empreendimento ou somente um investidor capitalista?

O fato é que o mercado de capitais brasileiro vem experimentando desde 2004 um crescimento considerável, como nunca antes visto, de forma que, nos últimos anos, a captação de recursos próprios por meio de oferta pública de ações de companhias brasileiras na BM&F BOVESPA vem se tornado um dos métodos mais comuns de captação de recursos por parte de empreendedores e suas companhias para financiar suas atividades econômicas.

Segundo dados da Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA, até o final de 2008, o Brasil possuía mais 670 (seiscentas e setenta) companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários – CVM como abertas, sendo que houve um salto gigantesco no número de companhias cujas ações são negociadas em segmentos especiais (Novo Mercado, Nível I e Nível II – de 13 companhias em 2001 para 160 em 2008<sup>6</sup>.

Além disso, percebe-se também o desenvolvimento de nosso mercado de capitais pelo exponencial crescimento do seu volume financeiro. Enquanto em 2002 o volume negociável foi de R\$ 13.726,72

---

<sup>6</sup> Anuário Estatístico das Companhias Abertas - 2009

milhões, já em 2008 o volume foi de R\$ 128.507,90 milhões<sup>7</sup>. Some-se a isso a estabilidade de diversas instituições brasileiras (tal como a CVM e o Banco Central) e a crescente evolução da segurança jurídica e o respeito aos contratos celebrados no país.<sup>8</sup>

É dentro desse contexto de captação, por parte das companhias, de capital próprio através de oferta pública de ações em bolsa de valores que está inserido este trabalho<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Anuário Estatístico das Companhias Abertas – 2009. Some-se a isso o recente boom do sistema *home broker* no país, que permite que pessoas físicas invistam diretamente na bolsa de valores, através de seus respectivos computadores.

<sup>8</sup> A partir do ano de 2002, quando da eleição de Luis Inácio da Silva – Lula - como Presidente da República, momento no qual ainda se falava no potencial risco “Lula”, o Brasil vem sendo considerado, na visão dos investidores estrangeiros, como um lugar relativamente seguro para se investir. Dentro desse contexto, o Brasil já possui inclusive grau de investimento concedido por todas as agências de *rating* internacionais.

<sup>9</sup> Existem diversos outros mecanismos por meio do qual uma companhia fechada pode captar recursos de terceiros, tal como através de cessão de parcela de participação acionária para um único ou um *pool* de acionistas, através de uma operação privada, sejam estes novos acionistas somente investidores ou parceiros estratégicos (que atuem no mesmo mercado ou mesmo similar). Entretanto, transações como estas, por não terem caráter público (não haverá negociação de ações posteriormente em bolsa), não estão sujeitas a regulação da CVM. Tais mecanismos não são objeto de estudo deste trabalho.

#### 4. Regulação do Mercado de Capitais

A função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não-exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas. Na medida em que tais recursos não-exigíveis não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou *commercial papers*, que também integram o mercado de capitais), mas sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos (ou juros sobre capital próprio), caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras<sup>10</sup>.

Diversamente do que ocorre no mercado de crédito (tal como empréstimos e mútuos), no mercado de capitais, a mobilização da poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária – a entidade emissora – e a unidade econômica superavitária – o investidor. Inexiste, no caso, intermediação financeira, pois os recursos fluem diretamente dos adquirentes dos valores mobiliários para as empresas que os emitem.

E na medida em que no mercado de capitais há a captação da poupança popular, o legislador pátrio entendeu que por bem que deveria haver uma regulação estatal sobre tal atividade.

A regulação de determinada atividade importa o estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre. Com efeito, num modelo puro de economia

---

<sup>10</sup> Eizirik, Nelson e outros. *In Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, 2 edição revisada e atualizada – Rio de Janeiro: Renovar, 2008, pg. 8

de livre mercado, a ordem jurídica não estabelece uma regulação de conduta dos participantes, restringindo-se a disciplinar os direitos de propriedade e as relações contratuais, sem, porém, limitar o direito do proprietário de usar o bem, ou estabelecer exigências com relação ao conteúdo dos contratos. Assim, as normas poderão ser tidas como reguladoras na medida em que limitem a liberdade dos participantes do mercado, quer quanto à conduta, quer quanto aos bens negociados.<sup>11</sup>

Desta forma, estabelece o Artigo 22, inciso XIX de nossa Constituição Federal:

*“Artigo 22, XIX: Compete privativamente à União legislar sobre sistemas de poupança, captação e garantia da poupança popular”.*

As principais legislações vigentes hoje no país tratando sobre o mercado de capitais são a **(i)** Lei 6.404/1976, que regula as sociedades anônimas abertas e a **(ii)** Lei 6.385/1976, que regula o nosso mercado de capitais.

No espectro dessas normas, identifica-se o Conselho Monetário Nacional – CMN como responsável pela elaboração das políticas a serem observadas na organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários, senão vejamos:

*“Art 3º da Lei 6.385/1976: Compete ao Conselho Monetário Nacional:*

*I - definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários;*

---

<sup>11</sup> Eizirik, Nelson e outros. Op. Cit., pg. 13

*II - regular a utilização do crédito nesse mercado;*

*III - fixar, a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições;*

*IV - definir as atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil.*

*V - aprovar o quadro e o regulamento de pessoal da Comissão de Valores Mobiliários, bem como fixar a retribuição do presidente, diretores, ocupantes de funções de confiança e demais servidores.”*

E no espectro da Lei 6.385/1976 surge a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, como o órgão regulador responsável para regulamentar, fiscalizar o nosso mercado de capitais e seus participantes. O Ministro da Fazenda da época da promulgação da Lei 6.385/1976, em sua exposição de motivos, foi muito elucidativo sobre a razão de se implementar tal norma:

*“A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito. A Lei No. 4.728/1965 organizou o mercado de capitais, sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização do Banco Central do Brasil. O legislador da época entendeu que o mercado de capitais, então incipiente, não justificava a criação de órgão*

*especializado para fiscalizá-lo. O Banco Central, que estava sendo instalado, era o órgão naturalmente indicado para exercer a função. Entretanto, o Banco Central, cuja função precípua é a de gestor da moeda e do crédito, da dívida pública e do balanço do pagamento, não deve ter suas atribuições sobrecarregadas com a fiscalização do mercado de valores mobiliários”.*

#### Função da CVM:

Conforme estabelece o Artigo 22 da Lei 6.385/1976 (e também o Artigo 4º da Lei 6.404/1976), considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

Em outras palavras, enquanto uma companhia não tiver qualquer valor mobiliário sendo admitido à negociação e/ou negociado em bolsa ou mercado de balcão, **esta não estará sujeita a qualquer regulação por parte da CVM.**

Entretanto, caso uma companhia deseje captar recursos publicamente por meio de oferta de seus valores mobiliários (conceito que não inclui somente suas “ações”) <sup>12</sup>, este estará sujeita a toda a regulamentação de companhias abertas.

Dentre as finalidades da CVM, conforme estabelecido no Artigo 4º da Lei 6.386/1976, incluí-se: **(i)** estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; **(ii)** promover a expansão e o

---

<sup>12</sup> O conceito de valor mobiliário abrange outros títulos emitidos por companhias de dívida ou não - tal como debêntures, *commercial papers*, dentre outros listados no Artigo 2º da Lei 6.385/1976.

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<sup>13</sup>; **(iii)** assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; **(iv)** assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; dentre outros.

O objetivo mais apontado como o fundamental na regulação do mercado de capitais é o **da proteção aos investidores**. Com efeito, em praticamente todas as legislações, o objetivo essencial da regulação do mercado de capitais consiste na tutela dos investidores, aqueles que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado.

Outro objetivo fundamental da regulação é o de fazer com que o mercado funcione com eficiência. Nesse sentido, vários estudos vêm demonstrando que a regulação demanda a prestação de um volume maior de informações do que os emissores de títulos apresentariam num mercado não regulado. O aumento na quantidade e qualidade das informações resulta num processo de formação de preços mais eficiente, bem como na tomada de decisões mais racionais, com resultados benéficos para a economia<sup>14</sup>

Apesar de facilmente enunciáveis, tais objetivos certamente são de difícil alcance, o que de certa forma motiva a busca de um sistema que melhor combine a eficiência e a regularidade do mercado com a proteção do investidor. Um caminho possível seria aquele em que o Estado se arvorasse em senhor do julgamento quanto à integridade do investimento e dos beneficiários, buscando assegurar, com seu exame, o sucesso da

---

<sup>13</sup> A Constituição federal de 1988 derogou este dispositivo na medida em que estabelece isonomia de tratamento às empresas brasileiras de capital nacional e/ou estrangeiro.

<sup>14</sup> Eizirik, Nelson e outros. Op. Cit., pg. 18/20

aplicação feita em público. Ocorre que, como salta aos olhos, essa certeza de retorno ou mesmo uma certeza razoável quanto ao retorno de um investimento são absolutamente incompatíveis com a realidade, pois o risco, em maior ou menor medida, é inerente a qualquer atividade, e portanto, a qualquer investimento. Uma intervenção estatal dessa natureza certamente traria consigo o colapso do mercado, pois às perdas e às conseqüentes ações judiciais de indenização que fossem movidas contra o ente estatal responsável pelo exame, seguir-se-ia o fracasso do modelo<sup>15</sup>.

Uma segunda alternativa de regulação estatal seria aquela onde o Estado somente se limita a garantir que todas as partes envolvidas no ambiente de mercado de capitais (em especial o investidor) tenham pleno acesso a mais ampla e irrestrita informação, no mesmo momento em que tal informação é disponibilizada aos demais participantes do mercado.

Desta forma, a **informação** é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais, sem prejuízo da utilização de mecanismos de seguro destinados à reparação de danos, com limitação de valor da reparação. Com a disseminação da informação, segundo os padrões de qualidade e freqüência estabelecidos na regulamentação, presume-se que o investidor tomará a melhor decisão de investimento e que as fraudes serão evitadas. Tornou-se lugar comum citar a frase de Louis Brandeis, depois Ministro da Suprema Corte Americana, ao defender o *full disclosure*, ainda em 1914: “*Sunlight is said to be the of disinfectants; electric light is the most efficient policeman*”<sup>16</sup>

Nas palavras de Maria Isabel do Prado Bocater<sup>17</sup> “um dos princípios fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do

---

<sup>15</sup> TRINDADE, Marcelo F., *In. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil, Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos, IOB*, pg. 308

<sup>16</sup> TRINDADE, Marcelo F., *Op. Cit.*, pg. 309

<sup>17</sup> Apud TRINDADE, Marcelo F., *Op. Cit.*, pg. 310

mercado de capitais é o *full disclosure*. A CVM, entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado, pauta suas ações nesse princípio, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento, com base nas informações disponíveis no mercado. Se quiserem ser tolos, têm esse direito. Mas devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação financeira e patrimonial das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados”.

De maneira geral, podemos dizer que baseado exclusivamente no preceito legal, a tutela da informação no âmbito do mercado de capitais é regulamento através de 2 (duas) formas: Através da divulgação periódica de informações e através da divulgação eventual de informações.

Informações periódicas são aquelas que devem ser reportadas pelas companhias sujeitas a escrutínio da CVM de maneira rotineira e periódica (tal como demonstrações financeiras, etc.) enquanto informações eventuais são aquelas que somente devem ser reportadas na ocorrência de eventos relevantes na vida da companhia e/ou em caso de ocorrência de certos eventos societários desta.

Já no que se refere à fiscalização, a tutela da informação se dá por dois modos basicamente. Por um lado, a CVM procede ao prévio registro de emissões (Artigo 19 da Lei 6.385/1976) de companhias e demais emissores (Artigo 21 e 4º da Lei 6.404/1976) e por outro lado, a fiscalização também é exercida por meio do acompanhamento de operações e atividades, visando a verificar sua adequação aos parâmetros legais e regulamentares, interrompendo-se, se for o caso, a sua prática (Artigos 9º, §1 e 20). O registro, na forma da Lei 6.385/1976, abrange não apenas os valores mobiliários a serem emitidos, mas também os emissores, notadamente as companhias abertas (artigos 19 e 21 da Lei 6.385/1976). Sua finalidade é assegurar que somente sejam

colocados em circulação no mercado valores mobiliários cercados de todas as informações necessárias ao julgamento pelo investidor<sup>18</sup>.

Entretanto, até pouco tempo atrás, o registro da companhia aberta não bastava, pois este somente garantia que no momento da emissão dos valores mobiliários e/ou no registro da companhia emissora as suas informações estariam atualizadas. Ou seja, ao longo da negociação das ações de uma determinada na bolsa de valores, os investidores (compradores e/ou vendedores de tal ativo) não teriam informações disponíveis sobre diversas questões relevantes desta companhia. Tais informações somente seriam atualizadas caso esta resolvesse emitir novamente outros valores mobiliários – tal como a ação.

Conforme iremos discorrer em seguida, a norma anterior ao advento da ICVM No. 480 não era suficiente para assegurar que a qualquer momento da vida da companhia, as informações desta estariam atualizadas.

#### **4.1. A INSTRUÇÃO CVM No.202**

Na ICVM No. 202, que até então era o principal instrumento de divulgação de informações periódicas não contábeis, há pouca obrigação de se fazer referência às estruturas organizacionais implementadas pelas companhias.

É inquestionável que a função primordial das regras de transparência no mercado de capitais é nortear a formação do preço dos ativos nele comercializados. Dentre os diversos documentos então

---

<sup>18</sup> TRINDADE, Marcelo F., Op. Cit., pg. 312/313

exigidos pela ICVM No. 202<sup>19</sup> encontrava-se o documento denominado “**Informações Anuais – IAN**”. Era por meio deste documento que eram apresentadas pela companhia emissora informações periódicas não contábeis.

Entretanto, pela prática foi possível perceber que tal documento era insuficiente para que os investidores das companhias listadas pudessem examinar apropriadamente (ou ao menos ter ciência) questões não-financeiras da companhia, na medida em que eram pouquíssimos os temas os quais exigiam alguma disponibilização de informação por parte da companhia. Na prática, tais questões não-financeiras só eram abordadas quando da elaboração dos prospectos de distribuição pública de valores mobiliários, sem nunca haver uma atualização constante destes.

Um parêntese importante faz-se necessário para destacar que no quesito informações eventuais, temos a ICVM No. 358 – que regulamenta as informações eventuais que devem ser prestadas pelas companhias – que se encontra atualizada e de acordo com os melhores princípios de governança corporativa.

Assim, na medida em que foi verificado pelo órgão regulador e pelo próprio mercado<sup>20</sup> sobre a insuficiência das informações periódicas fornecidas por meio da ICVM No. 202, tornou-se necessário alterar tal regra. O fato é que com o advento do **Formulário de Referência** (exigível por meio da ICVM No. 480) em substituição ao IAN, houve (e está havendo) a redução entre o abismo que havia entre a qualidade das

---

<sup>19</sup> Diversos documentos já exigidos pela ICVM No. 202 continuam exigidos pela ICVM No. 480, tal como o formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DPF e o formulário de informações trimestrais – ITR.

<sup>20</sup> Encontra-se já referência a discussão sobre os termos de uma nova regulamentação sobre o registro de companhias abertas desde 2003. Vide Revista Capital Aberto, Ano 1. Número 1. Pg. 24 e seguintes;

informações periódicas oferecidas aos investidores e aquelas que constam do prospecto de uma oferta pública.

#### **4.2 Regulamentação Atual – A INSTRUÇÃO CVM No. 480<sup>2122</sup>**

O modelo de registro consagrado pela ICVM No. 480 é denominado de *shelf registration system*<sup>23</sup>. De acordo com este modelo, todas as informações referentes ao emissor, tais como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos, operações com partes relacionadas, são reunidas em um único documento que a IOSCO chama de “*shelf document*”. Este documento deve ser arquivado junto ao órgão regulador e atualizado regularmente.<sup>24</sup>

Segundo a CVM entendia, e de certa forma foi corroborado pelo mercado, o sistema “*shelf registration*” pode melhorar, em bases constantes, as condições para que os investidores e profissionais avaliem os emissores de valores mobiliários, pela elevação da qualidade da informação que passa a estar permanentemente disponível. Além disso, com este modelo, as regras brasileiras passam a estar em padrões muito próximos daqueles recomendados pelas instituições internacionais especializadas no mercado de valores mobiliários.

---

<sup>21</sup> É de notar que a ICVM No. 480 não regula somente o registro daquelas companhias que pretendem captar recursos próprios nos mercados regulamentados (tal como bolsa de valores) – recursos de terceiros também poderiam ser captados em tais mercados. Entretanto, para os fins deste trabalho, iremos somente analisar a regulação incidente para aquelas companhias que desejam captar publicamente recursos próprios, através da emissão de ações em mercado regulamentado. Desta forma, para os fins da ICVM No. 480 e atendendo ao objeto deste trabalho, tal como companhia deveria ser registrada como uma companhia Categoria A.

<sup>22</sup> Existe ainda a possibilidade de uma companhia emissora se registrar como Categoria B. Entretanto, esta categoria é mais adequada para aqueles emissores que somente pretendem emitir publicamente títulos de dívida (e não *equity*), ou seja, captar somente recursos de terceiros, através, por exemplo, da emissão de debêntures.

<sup>23</sup> Este modelo foi inspirado nos modelos da *International Organization of Securities Commissions* - IOSCO

<sup>24</sup> Exposição de Motivos do Edital de Audiência Pública CVM No. 07/08.

Assim quando uma companhia emissora realiza uma oferta pública de valores mobiliários, o emissor elabora somente um documento suplementar relativamente pequeno que conterà informações objetivas sobre o valor mobiliário ofertado e as características e condições da oferta. Assim, foi criada no Brasil, uma estrutura nas quais informações são fornecidas em bases periódicas, sendo que estas são incorporadas por referência nos prospectos de distribuição pública de valores mobiliários.

Segundo a CVM, este modelo traria, pelo menos, 3 (três) vantagens em relação ao sistema quando da vigência da ICVM No. 202<sup>25</sup>:

- (i) Unificar todas as informações de um emissor em um único documento. Isso facilitaria, no longo prazo, o trabalho dos emissores e seus assessores, que em relação a tais informações, terão que lidar somente com um conjunto padronizado. Esta estrutura também seria desejável para os analistas de valores mobiliários, a própria CVM e os investidores, que analisariam tais informações em um documento consolidado, sem a comum incongruência entre os dados fornecidos por meio do antigo Informativo Anual – IAN e os dados contidos nos prospectos distribuídos aos investidores.
- (ii) Permitir acesso mais rápido ao mercado de capitais em momentos que surgem janelas de oportunidade. Essa é uma característica que beneficiaria, sobretudo, os emissores de valores mobiliários. Haveria, portanto, uma maior agilidade nos processos de registro de ofertas de distribuição de valores mobiliários. Uma vez que as informações prestadas

---

<sup>25</sup> Vide Exposição de Motivos do Edital de Audiência Pública CVM No. 07/08.

em bases periódicas e o prospecto não estarão mais incongruentes, espera-se que o processo de análise de distribuição de ofertas públicas seja mais ágil, com menos exigências por parte das áreas técnicas das CVM;

- (iii) Redução dos custos dos emissores nas ofertas públicas, na medida em que a elaboração dos prospectos tenderá a ser menos custosa, uma vez que tais documentos serão mais curtos e simples.

No Brasil, o “*shelf document*” referido acima foi denominado pela ICVM No. 480 como **Formulário de Referência – FR**. Conforme poderá ser notado adiante, este documento constitui agora a principal fonte de informação do investidor sobre o emissor do valor mobiliário com relação a questões não contábeis. O investidor encontrará neste formulário as mais importantes informações sobre o emissor, notadamente as atividades desenvolvidas, os fatores de risco, o grupo econômico, os ativos relevantes, estrutura de capital, os dados financeiros e os comentários dos administradores sobre tais dados, operações com partes relacionadas, etc<sup>26</sup>.

Desta forma, estabelece o Artigo 3º da ICVM 480 que o pedido de registro de emissor de valores mobiliários deverá ser encaminhado à Superintendência de Relações com Empresas – SEP instruído de diversos documentos, os quais cabem destacar: **(i)** Formulário de Referência apropriado para a categoria de registro pretendida; **(ii)** Formulário Cadastral; **(iii)** Demonstrações Financeiras referentes aos 3 (três) últimos exercícios sociais; **(iv)** Formulário de Demonstrações

---

<sup>26</sup> Conforme exposto nas notas de rodapé 21 e 22 acima, a ICVM 480 criou dois tipos de categorias para registro de emissor, a depender da modalidade do valor mobiliário a ser negociado nos mercados regulamentados de valores mobiliários. Cada categoria de emissor tem um Formulário de Referência diferente, no qual são estabelecidos descontos regulatórios, i.e., haverá menor necessidade de relevar determinado tipo de informação.

Financeiras Padronizadas – DFP referente ao último exercício social; (v)  
Formulário de Informações Trimestrais – ITR, dentre outros.

Conforme já exposto, a grande modificação advinda da ICVM No. 480 foi a criação do Formulário de Referência, documento que obrigatoriamente toda companhia que deseje captar recursos próprios perante mercados regulamentados deverá providenciar o preenchimento apropriado.

Isto dito, cabe-nos agora analisar este formulário de referência detalhadamente. O Formulário de Referência é subdividido em diversas seções, conforme abaixo listadas:

<b>Seção</b>	<b>Tema Principal</b>
1	Identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário
2	Auditores
3	Informações Financeiras Seleccionadas
4	Fatores de risco
5	Riscos de Mercado
6	Histórico do Emissor
7	Atividades do Emissor
8	Grupo Econômico
9	Ativos Relevantes
10	Comentários dos diretores
11	Projeções
12	Assembléia Geral e Administração
13	Remuneração dos Administradores
14	Recursos Humanos
15	Controle
16	Transações com Partes Relacionadas

17	Capital Social
18	Valores Mobiliários
19	Plano de Recompra e Valores Mobiliários
20	Política de Negociação de Valores Mobiliários
21	Política de Divulgação de Informações
22	Negócios Extraordinários

É de se notar ainda, que tal Formulário de Referência deverá ser anualmente entregue e atualizado pela companhia emissora tanto à CVM quanto as entidades administradoras dos mercados em que valores mobiliários do emissor sejam admitidos à negociação. Ele deverá ser disponibilizado em até 5 (cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social.

Além disso, o emissor registrado na Categoria A (objeto do presente estudo), deve atualizar os campos correspondentes do formulário de referência em até 7 (sete) dias úteis contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos: **(i)** alteração de administrador ou membro do conselho fiscal do emissor; **(ii)** alteração do capital social; **(iii)** emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente; **(iv)** alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos; **(v)** alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias iguais ou superiores a 5% (cinco por cento) de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor; **(vi)** quando qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse atinja participação, direta ou indireta, igual ou superior a 5% (cinco por cento) de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração; **(vii)** variações na posição acionária das pessoas mencionadas no inciso VI superiores a 5% (cinco por cento) de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alterações;

(viii) incorporação, incorporação de ações, fusões ou cisão envolvendo o emissor; (ix) alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas; (x) celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do emissor e (xi) decretação de falência, recuperação judicial, liquidação ou homologação judicial de recuperação extrajudicial.

Cabe-nos agora analisar, com um pouco mais de detalhe, cada uma das seções do Formulário de Referência.

**Seção 1** – Identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário:

Esta é uma seção destinada a estabelecer quem serão os responsáveis pela veracidade das informações prestadas no âmbito do Formulário de Referência. Desta forma, tanto o presidente da Companhia quanto o seu Diretor de Relação com Investidores deverão atestar que (i) reviram o formulário de referência, (ii) que as informações lá disponibilizadas são claras, objetivas e com linguagem apropriada e (iii) que o conjunto de informações nele contido é um retrato verdadeiro, preciso e completo da situação econômico-financeira do emissor e dos riscos inerentes às suas atividades e dos valores mobiliários por ele emitidos.

**Seção 2** – Auditores:

Além da indicação do nome dos auditores independentes<sup>27</sup>, deverá ser descrita a relação contratual entre a companhia o auditor, além de informações específicas, como a eventual substituição dos auditores nos últimos 3 (três) exercícios sociais e as razões para a troca. Deverá ser ainda informado o montante total de remuneração dos auditores independentes no último exercício social, discriminando os honorários relativos a serviços de auditoria e os relativos a quaisquer outros serviços prestados.

### **Seção 3 – Informações Financeiras Seleccionadas:**

Esta era uma seção que não existia no IAN e trás as principais informações financeiras da companhia, como patrimônio líquido e receita operacional. Antes, tais dados somente eram encontrados nas demonstrações financeiras.

Com base nas demonstrações financeiras da companhia, o emissor deverá elaborar tabela informando diversas informações tal como seu patrimônio líquido, ativo total, receita bruta, resultado bruto, resultado líquido, número de ações, valor patrimonial da ação, dentre outros. Além disso, dentro deste campo o emissor deverá identificar e comentar qualquer evento subsequente às últimas demonstrações financeiras de encerramento de exercício social que as altere substancialmente.

Ainda, para permitir que o investidor tenha um comparativo sobre a política de lucros e distribuição de dividendos do emissor, é determinado que nesta seção seja descrita a política de destinação dos resultados dos 3 (três) últimos exercícios sociais indicando: **(i)** regras sobre retenção de lucro, **(ii)** regras sobre distribuição de dividendos; **(iii)** periodicidade das distribuições de dividendos e **(iv)** eventuais restrições à distribuição de

---

<sup>27</sup> Conforme Artigo 177, § 3 da Lei das S.A., toda companhia aberta deve possuir um auditor independente que seja registrado perante a CVM.

dividendos impostas por legislação ou regulamentação especial, assim como contratos, decisões judiciais, administrativas ou arbitrais.

O emissor deverá ainda indicar, para cada um dos 3 (três) últimos exercícios sociais: **(i)** lucro líquido ajustado para fins de dividendos; **(ii)** dividendo distribuído, destacando juros sobre capital próprio; **(iii)** percentual de dividendo distribuído em relação ao lucro líquido ajustado; **(iv)** dividendo distribuído por classe e espécie de ações; **(v)** taxa de retorno em relação ao patrimônio líquido do emissor, dentre outros.

Por cabe aqui destacar que esta seção do Formulário de Referência determina que o emissor descreva também o seu nível de endividamento, indicando: **(i)** montante total da dívida, de qualquer natureza; **(ii)** índice de endividamento (passivo circulante mais o não circulante, dividido pelo patrimônio líquido – outro índice de endividamento poderá ser utilizado também); **(iii)** descrição do prazo de vencimento de suas dívidas e **(iv)** informação sobre as garantias apresentadas para fazer frente a tais dívidas.

#### **Seção 4 – Fatores de Risco:**

Nesta seção aparecem dados que outrora só eram apresentados nos prospectos de ofertas públicas de valores mobiliários. A companhia deve seguir um guia de fatores de risco mais comuns e comentar sobre eventuais expectativas de redução ou aumento na exposição a tais riscos.

Desta forma, o formulário de referência exige que o emissor descreva fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento, em especial aqueles relacionados ao (i) emissor; (ii) seu controlador, direto ou indireto, ou grupo de controle; (iii) a seus acionistas; (iv) suas controladas e coligas; (v) seus fornecedores; (vi) seus clientes;

(vii) setores da economia nos quais o emissor atue; (viii) à regulação dos setores em que atue e (ix) aos países estrangeiros onde atue.

Além disso, o emissor deverá fazer referência aos processos judiciais, administrativos ou arbitrais em que seja parte que (i) não estejam sob sigilo e que (ii) sejam relevantes (isoladamente ou em conjunto) para os negócios do emissor ou de suas controladas. Ademais, o emissor deverá descrever os processos que não estejam sob sigilo, em que o emissor ou suas controladas sejam parte e cujas partes contrárias sejam administradores, controladores ou ex-controladores ou investidores do emissor ou de suas controladas.

Na descrição de tais processos deverá constar, dentre outros, (a) os valores, bens ou direitos envolvidos em tais demandas, (b) seus principais fatos e (c) se a chance de perda é (i) provável; (ii) possível ou (iii) remota.

#### **Seção 5 – Riscos de Mercado:**

Aqui deverá ocorrer a descrição quantitativa e qualitativa dos principais riscos de mercado e da política de gerenciamento de tais riscos, com seus objetivos, estratégias e instrumento. Se for o caso, o emissor deverá informar que não tem essa política.

Desta forma, o emissor deverá fazer referência aos riscos aos quais está exposto, inclusive com relação a riscos cambiais e a taxas de juros.

Com relação ao gerenciamento de seus riscos, o emissor deverá indicar os riscos para os quais se busca proteção, sua estratégia de proteção patrimonial e respectivos instrumentos utilizados (hedge), se o emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial<sup>28</sup> e ainda abordar sobre a adequação de sua estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada.

## **Seção 6 – Histórico do Emissor.**

Nesta seção deverá ser feita referência ao histórico geral do tempo de vida do emissor. Deverá ser mencionada a data de sua constituição, a data de seu registro na CVM como companhia aberta (ou data em que o registro está sendo solicitado), a descrição de seus principais eventos societários (tal como incorporações, fusões, alienações e aquisições de controle acionário, aquisição de ativos importantes, dentre outros) e se já houve qualquer pedido de falência, desde que fundado em valor relevante, ou de recuperação judicial ou extrajudicial do emissor e o status atual de tais pedidos.

## **Seção 7 – Atividades do Emissor.**

Por meio desta seção do Formulário de Referência deverá constar, de maneira sumária, as atividades desenvolvidas pelo emissor e suas controladas. Assim, com relação a cada segmento operacional que tenha sido divulgado nas últimas demonstrações financeiras de encerramento de exercício social, deverão ser indicadas as seguintes informações: **(i)** produtos e serviços comercializados; **(ii)** receita proveniente do segmento

---

<sup>28</sup> Esta exigência específica tem como base empírica, dentre outros fatores, a utilização para fins especulativos (e não de hedge) de instrumentos financeiros por parte da Sadia (atual *BR Foods*) e da Aracruz no ano de 2008 que geraram prejuízos milionários a tais companhias.

e sua participação na receita líquida do emissor e **(iii)** lucro ou prejuízo resultante do segmento e sua participação no lucro líquido do emissor.

Além disso, em relação aos produtos e serviços que correspondam aos seus segmentos operacionais, deverá ser descrita **(i)** característica do processo de produção; **(ii)** característica do processo de distribuição; **(iii)** características dos mercados de atuação, tal como *market share* em cada um dos mercados; **(iv)** eventual sazonalidade e **(v)** principais insumos e matérias primas – fazendo ainda referência a eventual dependência de poucos fornecedores e volatilidade de seus preços.

Indo além, com o intuito de visualizar se o emissor é dependente de poucos clientes, deverão ser identificados clientes que sejam responsáveis por mais de 10% (dez por cento) da receita líquida total do emissor.

Por fim, cabe destacar que o emissor deverá descrever nesta seção os efeitos relevantes da regulação estatal sobre as suas atividades, destacando de maneira específica a sua política ambiental e os custos incorridos para o cumprimento da regulação ambiental.

## **Seção 8 – Grupo Econômico**

Nesta seção, o emissor deverá divulgar, na forma de organograma, a cadeia societária em que está inserido. Assim, ele deverá indicar os seus **(i)** controladores diretos e indiretos; **(ii)** controladas e coligadas; **(iii)** participações do emissor em sociedades do grupo; **(iv)** participações de sociedades do grupo no emissor e **(v)** sociedades sob controle comum.

Deverá ser ainda incluída a descrição de operações de reestruturação, tal como incorporações, fusões, cisões, incorporações de ações, alienações e aquisições de controle societário e aquisições e alienações de ativos importantes, ocorridas no grupo.

### **Seção 9 – Ativos Relevantes**

Nesta seção deverão ser descritos os bens do ativo não-circulante do emissor relevantes para o desenvolvimento de suas atividades, indicando em especial: **(a)** ativos imobilizados (inclusive aqueles objeto de aluguel ou arrendamento), identificando sua localização; **(b)** patentes, marcas, licenças, concessões, franquias e contratos de transferência de tecnologia; e **(c)** as sociedades em que o emissor tenha participação – informando diversos dados sobre estas;

### **Seção 10 – Comentários dos Diretores**

Esta foi uma das seções mais discutidas durante o tempo em que a minuta da ICVM No. 480 esteve em audiência pública. Por esta seção é exigido que os executivos da emissora abordem questões não somente financeiras, mas também questões patrimoniais e sobre resultados operacionais. É solicitado que os executivos tratem sobre tendências identificadas, introdução ou extinção de segmentos operacionais, controles internos, planos de negócios, novos produtos, pesquisas em desenvolvimento, dentre outros aspectos.<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> YOKOI, YUKI *In* Revista Capital Aberto, Ano 7, Número 74, Outubro 2009

Com a inserção desta seção no Formulário de Referência, foi incorporado na legislação brasileira o modelo já conhecido no exterior como *Management Discussion and Analysis – MD&A*<sup>30</sup>.

Diversas questões da companhia deverão ser comentadas pelos administradores do emissor, dentre os quais destacamos: (a) Condições Financeiras e Patrimoniais Gerais; (b) estrutura de Capital e possibilidade de resgate de ações; (c) capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos; (d) fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes que pretende utilizar para cobertura de deficiência de liquidez; (e) nível de endividamento e as características de tais dívidas, dentre outros.

Além disso, deverão ser comentados pelos executivos da companhia questões como o **(a)** resultado das operações do emissor; **(b)** variações das receitas atribuíveis a modificações de preços, taxas de câmbio, inflação, introdução de novos produtos e serviços; **(c)** efeitos relevantes que (i) a introdução ou alienação de segmento operacional; (ii) aquisição ou alienação de participação societária e/ou (iii) eventos ou operações não usuais, tenham causado ou se espera que venham a causar nas demonstrações financeiras do emissor e seu resultado;

Esta seção é uma das seções que de fato mais tem demandado atenção por parte dos executivos das emissoras. Estes devem ainda emitir opinião sobre os controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, fazendo específica referência ao (i) grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las e (ii) deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente;

---

<sup>30</sup> Apesar desta seção ter sido de fato inserida na ICVM No. 480, ela foi muito controversa, não tendo sido de agrado da ABRASCA - YOKOI, YUKI. Op. Cit, pg.11

Ademais, sempre que um emissor efetuar uma oferta pública de valores mobiliários, os seus executivos deverão comentar, com relação ao exercício corrente e os 3 (três) exercícios sociais pretéritos, **(i)** como os recursos resultantes da oferta serão/foram utilizados e se **(ii)** houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos da respectiva distribuição, fornecendo as aplicáveis razões para eventuais desvios.

Dentre diversas outras questões que ainda deverão ser abordadas pelos executivos nesta seção, estes deverão ainda indicar e comentar sobre os principais elementos do plano de negócio do emissor, explorando especificamente sobre os seus (i) investimentos, (ii) aquisição de plantas, equipamentos, patentes ou outros ativos que devam influenciar materialmente a capacidade produtiva do emissor e (iii) novos produtos e serviços.

## **Seção 11 – Projeções**

Primeiramente, é de se destacar que a divulgação de projeções e estimativas é **facultativa** por parte do emissor. Entretanto, caso o emissor as divulgue, deverá então reportá-las nesta seção.

Nos termos do Formulário de Referência, todas e quaisquer projeções efetuadas por um emissor deverá identificar o **(i)** objeto da projeção, **(ii)** período projetado e o prazo de validade da projeção; **(iii)** premissas da projeção, com a indicação de quais podem ser influenciadas pela administração do emissor e quais escapam ao seu controle; **(iv)** os valores dos indicadores que são objeto da previsão, dentre outros.

## **Seção 12 – Assembléia Geral e Administração**

Nesta seção, de maneira geral, deverá ser descrita a estrutura de governança e a divulgação das regras, políticas e práticas relativas às assembleias-gerais.

Especificamente, destacamos que o Formulário de Referência exige que se descreva a estrutura administrativa do emissor, identificando **(a)** atribuições de cada órgão e comitê; **(b)** mecanismos de avaliação de desempenho de cada órgão ou comitê; **(c)** atribuições e poderes individuais de cada membro da diretoria, dentre outros.

Com relação às assembleias gerais, cada emissor deverá consignar em seu Formulário de Referência o **(i)** prazo de convocação; **(ii)** competências, **(iii)** endereços nos quais os documentos relativos à assembleia geral estarão disponíveis, **(iv)** identificação e administração de conflitos de interesses; **(v)** solicitação de procurações pela administração para o exercício do direito de voto; **(vi)** se haverá transmissão ao vivo do vídeo e/ou do áudio das assembleias, dentre outros.

Fazendo referências as regras, políticas e práticas relativas ao conselho de administração deverão ser indicadas as **(i)** frequências das reuniões, **(ii)** se existirem, as disposições do acordo de acionistas que estabeleçam restrições ou vinculação ao exercício do direito de voto dos membros do conselho e **(iii)** regras de identificação e administração de conflitos de interesse.

Deverão ser incluídas ainda informações necessárias para uma melhor identificação dos administradores (seja diretoria ou conselho de administração) e verificação de sua capacidade. Desta forma, deverá ser incluído do formulário de referência o currículo de tais administradores (e

membros do conselho fiscal), contendo **(i)** suas principais experiências profissionais durante os últimos 5 (cinco) anos; **(ii)** indicação de todos os cargos de administração que ocupe ou tenha ocupado em companhias abertas; **(iii)** declaração sobre o grau de parentesco ou relação familiar destes com outros membros do emissor e partes relacionados, **(iv)** se o mesmo, por alguma razão, encontra-se inabilitado para a prática de uma atividade profissional ou comercial qualquer, dentre outros.

### **Seção 13 – Remuneração dos Administradores**

Esta também foi uma das seções mais polêmicas enquanto a ICVM No. 480 encontrava-se sob a forma de minuta para audiência pública. Na verdade, ela até hoje é polêmica, tanto que, algumas companhias abertas, por meio do Instituto Brasileiro de Executivos em Finanças – Rio de Janeiro, ajuizaram ação visando revogar a obrigatoriedade de declarar qual é a remuneração (e sua forma) dos administradores de companhias abertas.

A verdade é que maioria das emissoras de valores mobiliários, apesar de contrárias a esta obrigatoriedade, resolveram aderir e estão cumprindo integralmente com o disposto nesta seção. Por sua vez, a CVM, que originalmente gostaria que nesta seção fossem abertos os ganhos individuais de diretores e conselheiros, soube ceder aos apelos do mercado e acabou por priorizar dados qualitativos, como a descrição da política de remuneração de cada órgão (inclusive comitês) e o montante pago a cada um deles.

Desta forma, os emissores de valores mobiliários deverão doravante descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal,

dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, risco, financeiro e de remuneração, abordando os seguintes aspectos:

- (i) Objetivos da política ou prática de remuneração;
- (ii) Composição da política, indicando;
- (iii) Principais indicadores de desempenho que são levados em consideração na determinação de cada elemento da remuneração;
- (iv) Como a remuneração é estruturada para refletir a evolução dos indicadores de desempenho;

Além disso, o emissor deve apresentar uma tabela com o valor de cada um dos elementos da remuneração, para cada órgão, reconhecido nos resultados dos últimos 3 (três) exercícios sociais e o previsto para o exercício corrente, de forma que a remuneração seja segregada em remuneração **(a)** fixa anual (salário, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês); **(b)** remuneração variável (bônus, participação no resultado, comissões, outros); **(c)** benefícios pós-emprego; **(d)** benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo e **(e)** remuneração baseada em ações.

Deverá ser discriminado ainda, o valor, por órgão, da remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal.

O Formulário de Referência nesta seção é exaustivamente detalhista e complexo, exigindo diversas informações sobre a remuneração da administração da companhia. Dentre estas diversas obrigações, podemos destacar também, por fim, aquela que exige que seja indicado, em forma de tabela, para os 3 (três) últimos exercícios sociais, o valor do menor, maior e do valor médio da remuneração individual de cada um dos

membros do conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal.

#### **Seção 14 – Recursos Humanos**

Nesta seção é descrita o departamento de recursos humanos do emissor, fornecendo as informações sobre: (i) número de empregados e número de terceirizados (total, por grupos com base na atividade desempenhada e por localização estratégica); (ii) índice de rotatividade e (iii) exposição do emissor a passivos e contingências trabalhistas.

Além disso, deverá constar também um descritivo da relação do emissor com os sindicatos de trabalhadores e deverá ser descrita a política de remuneração dos seus empregados, informando: (a) política de salários e remuneração variável; (b) política de benefícios; (c) características dos planos de remuneração baseados em ações dos empregados não-administradores, identificando: (i) grupos de beneficiários; (ii) condições para exercício; (iii) preços de exercício; (iv) prazos de exercício e (v) quantidade de ações comprometidas pelo plano.

#### **Seção 15 – Controle**

Nesta seção é onde estará disponibilizado todo o organograma do emissor com os acionistas cuja participação acionária **seja igual ou superior a 5%** (cinco por cento) e a descrição detalhada de qualquer acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o seu acionista controlador seja parte.

Dentre outras informações, deverá ainda ser identificado o acionista ou grupo de acionistas controladores<sup>31</sup> e disponibilizado, em forma de tabela, uma lista sobre os acionistas ou grupos de acionistas que agem em conjunto ou que representem o mesmo interesse, com participação igual ou superior a 5% (cinco por cento) mas que não sejam considerados acionistas controladores.

Com relação a distribuição do capital do emissor, deverá ser disponibilizada uma tabela, na qual, com base na última assembléia geral de acionistas, deverá ser descrito o **(i)** número de acionistas pessoas físicas; **(ii)** número de acionistas pessoas jurídicas; **(iii)** número de investidores institucionais e **(iv)** número de ações em circulação, por classe e espécie.

## **Seção 16 – Transações com Partes Relacionadas**

Nesta seção deverá constar a descrição de regras, políticas e práticas de transações com partes relacionadas, havendo o detalhamento das operações relevantes e justificativa para os negócios. Por meio desta seção será dada oportunidade ao investidor para avaliar a solidez das regras sobre transações com partes relacionadas, caso elas existam.

Com relação às transações com partes relacionadas<sup>32</sup> que tenham sido celebradas nos 3 (três) últimos exercícios sociais ou que estejam em vigor no exercício social corrente, as seguintes informações deverão ser disponibilizadas: (i) nome das partes relacionadas; (ii) relação das partes com o emissor; (iii) data da transação; (iv) objeto do contrato; (v) montante

---

<sup>31</sup> Deverá ser disponibilizada informação sobre os acionistas **controladores diretos e indiretos do emissor**, até as **pessoas naturais**, ainda que tais informações sejam tratadas como sigilosas por força de negócio jurídico ou pela legislação do país em que forem constituídos ou domiciliados o sócio ou controlador.

<sup>32</sup> Que segundo as normas contábeis, devem ser divulgadas nas demonstrações financeiras individuais ou consolidadas do emissor.

envolvido no negócio; (vi) saldo existente; (vii) montante correspondente ao interesse de tal parte relacionada no negócio; (viii) garantias e seguros relacionados; (ix) duração; (x) duração; (j) condições de rescisão ou extinção e (k) quando tal relação for de empréstimo (ou qualquer tipo de dívida), deverá ser estabelecido qual a natureza e a razão para a operação, bem como a taxa de juro cobrada.

Além disso, os executivos das companhias abertas deverão, para cada uma das transações com partes relacionadas ocorridas no último exercício social **(a)** identificar as medidas tomadas para tratar de conflitos de interesses e **(b)** demonstrar o caráter estritamente comutativo das condições pactuadas ou o pagamento compensatório adequado.

## **Seção 17 – Capital Social**

Esta seção é uma de simples preenchimento e praticamente não gerou controvérsias enquanto a minuta da ICVM No. 480 estava em audiência pública. O emissor deverá elaborar tabela contendo as seguintes informações sobre o capital social: (i) capital emitido, separado por classe e espécie; (ii) capital subscrito e integralizado, separado por classe e espécie; (iii) prazo para integralização do capital ainda não integralizado; (iv) capital autorizado; (v) títulos conversíveis em ações e (vi) condições para conversão.

Com relação aos aumentos de capital do emissor ocorridas em seus 3 (três) últimos exercícios sociais<sup>33</sup>, deverão ser indicados, dentre outros, (i) data da deliberação, (ii) data da emissão, (iii) valor total do aumento; (iv) quantidade de valores mobiliários emitidos; (v) preço de emissão; (vi) forma de integralização (se em dinheiro, bens ou direitos),

---

<sup>33</sup> E exercício social corrente, em caso de pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários

(vii) critério utilizado para determinação do valor da emissão; e (viii) indicação se a emissão foi pública ou particular.

### **Seção 18 – Valores Mobiliários**

Aqui deverão ser disponibilizadas as informações sobre volumes e cotações das ações e deverão ser descritos os direitos patrimoniais e políticos dos valores mobiliários emitidos pelo emissor.

Exemplificadamente, deverão ser reportados os direitos de cada classe e espécie de ação emitida, tal como: (i) direito a dividendos; (ii) direito de voto; (iii) conversibilidade em outra classe ou espécie de ação; (iv) direitos no reembolso de capital; (v) direitos a participação em oferta pública por alienação de controle; (vi) restrições à circulação, dentre outros.

Além disso, deverá ser descrito se existem (a) regras estatutárias que limitem o direito de voto de acionistas significativos ou que os obriguem a realizar oferta pública e (b) exceções e cláusulas suspensivas relativas a direitos patrimoniais ou políticos previstos no Estatuto.

Deverá constar ainda, em forma de tabela, com relação a cada um dos trimestres dos 3 (três) últimos exercício sociais, o volume de negociação dos valores mobiliários do emissor, bem como as maiores e menores cotações dos valores mobiliários negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

Vale a pena destacar também que deverão ser disponibilizadas informações sobre outros valores mobiliários emitidos pela companhia que não sejam ações, fazendo uma descrição pormenorizada destes

quando se tratarem de valores mobiliários de dívida. Por fim, nesta seção deverá constar também referência a cada classe e espécie de valor mobiliário da emissora que esteja admitida à negociação em mercados estrangeiros.<sup>34</sup>

#### **Seção 19** – Plano de Recompra e Valores Mobiliários em Tesouraria.

Aqui nesta seção deverá constar toda informação sobre eventuais planos de recompra de ações do emissor<sup>35</sup>, tal como (i) quantidade de ações previstas em tal plano; (ii) período de recompra; (iii) reservas e lucros disponíveis para a recompra; (iv) preço médio ponderado de aquisição, dentre outros.

#### **Seção 20** – Política de Negociação de Valores Mobiliários

Caso o emissor tenha adotado alguma política de negociação de seus valores mobiliários pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, conselho fiscal e/ou qualquer órgão com funções técnicas ou consultivas, então, tal informação deverá constar nesta seção.

#### **Seção 21** – Política de Divulgação de Informações.

Aqui deverá constar uma descrição das normas, regimentos ou procedimentos internos adotados pelo emissor para assegurar que as informações a serem divulgadas publicamente sejam recolhidas, processadas e relatadas de maneira precisa e tempestiva.

---

<sup>34</sup> Tal como os famosos *American Depositary Receipts* – ADR's.

<sup>35</sup> Com relação aos planos aprovados nos 3 (três) últimos exercícios sociais.

Além disso, caso haja alguma, deverá haver uma descrição da política de divulgação de ato ou fato relevante adotada pelo emissor, indicando os procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não divulgadas. Deverá ser esclarecido quem são os administradores do emissor responsáveis pela implementação, manutenção, avaliação e fiscalização da política de divulgação de informações.

## **Seção 22 – Negócios Extraordinários**

Esta é a última seção do formulário de referência. Aqui deverão constar informações sobre<sup>36</sup> **(a)** a aquisição ou alienação de qualquer ativo relevante que não se enquadre como operação normal nos negócios do emissor; **(b)** alterações significativas na forma de condução dos negócios do emissor e outras informações que o emissor julgue relevante.

---

<sup>36</sup> Com relação aos 3 (três) últimos exercícios sociais do emissor

## **5. Conclusão**

É nítido que o mercado acionário brasileiro está em ebulição – processo este que deverá perdurar por muitos anos ainda - e é um mecanismo cada vez mais recorrente entre os nossos empreendedores como forma de captação de recursos próprios para fazer frente aos investimentos necessários para o progresso e evolução de seus empreendimentos.

Pela análise da ICVM No. 480, de fato percebe-se que as companhias que decidirem captar recursos por meio do mercado de capitais deverão despende recursos e tempos de maneira consistente para cumprir com todas as obrigações regulatórias previstas na legislação em vigor, e em especial, no Formulário de Referência.

Parece-nos nítido também que durante o planejamento da companhia para captar fundos por meio do mercado de valores mobiliários, estas deverão investir maciçamente em seus colaboradores de forma a capacitá-los a cumprir todas as exigências regulatórias da CVM. De certo, entretanto, não nos parece que as exigências regulatórias são exageradas ou excessivas.

Tendemos a concluir que, no longo prazo, a reformulação regulatória efetuada pela CVM (que contou com a colaboração e opinião do mercado durante a fase de audiência pública da minuta da ICVM No. 480), de fato facilitará, no longo prazo, o trabalho dos emissores e seus assessores, que em relação a tais informações, terão que lidar somente com um conjunto padronizado de informações, em formato já definido.

Em especial, a reformulação da norma nada mais faz do que fazer cumprir o princípio máximo que deve vigor sobre o nosso mercado de capitais – o *full-disclosure* (ampla e irrestrita divulgação de informações).

De fato, por meio do Formulário de Referência espera-se que seja jogada a luz sobre diversas questões até então obscuras em companhias abertas e que poderiam impactar negativamente na cotação de suas ações, tal como o tratamento dado a negociação com partes relacionadas e o alinhamento da remuneração da administração da companhia com os interesses da companhia. Desta forma, entendemos que esta mudança regulatória veio em boa hora e somente servirá para contribuir ainda mais com o desenvolvimento de nosso mercado de capitais.

## 6. Bibliografia

AZEVEDO, Simone. *A Nova 202*. Revista Capital Aberto. Ano 1, Número 1. Setembro 2003. Pgs. 24 à 27.

DIAS, Luciana. *Muito além dos número – Espaço Regulamentação*. Revista Capital Aberto. Ano 6, Número 71. Julho 2009. Pgs. 54/55.

DOS SANTOS, Carolina Macagnani dos Santos, *Levantamento dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras*. Dissertação apresentada ao mestrado do programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo. 2006. 121 pgs. [www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/.../CarolinaMacagnanosSantos.pdf](http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/.../CarolinaMacagnanosSantos.pdf); Data de Acesso: 09 de julho de 2010.

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA NO. 07/08 expedido pela comissão de valores mobiliários em 26 de dezembro de 2008.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 2 edição revisada e atualizada – Rio de Janeiro: Renovar, 2008. 624 pgs.

INSTRUÇÃO CVM no. 481 de 07 de dezembro de 2009.

MUTO, Silvio, *Uma pitada de SOX*. Revista Capital Aberto. Ano 7, Número 79. Março 2010. pgs. 41/42.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey. *Administração Financeira – Corporate Finance*. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente – 2 edição. São Paulo: Atlas, 2007; 776 pgs.

TANOUE, Luciana. *O tabu da remuneração*. Revista Capital Aberto. Ano 7, Número 80. Abril 2010. pgs. 32 a 36.

TRINDADE, Marcelo F. *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*. Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos – IOB. Data desconhecida; pgs. 297 à 329.

YOKOI, Yuki, *Mais abertas*. Revista Capital Aberto. Ano 7, Número 74. Outubro 2009. Pgs. 10 à 14.

YOKOI, Yuki, *Tudo Novo*. Revista Capital Aberto. Ano 7, Número 78. Fevereiro 2010. Suplemento Especial.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS – ABRASCA. *Anuário Estatístico das Companhias Abertas 2009*. [http://www.ciasbrasil.com.br/Abrasca/show.aspx?id\\_canal=910&id\\_materia=21245](http://www.ciasbrasil.com.br/Abrasca/show.aspx?id_canal=910&id_materia=21245). Data de Acesso: 09 de julho de 2010.