RELATÓRIO DE ANÁLISE DA SDM

Audiência Pública nº 08/2010

Objeto**:**  Alteração das Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, nº 476, de 16 de janeiro de 2009, e nº 480, de 7 de dezembro de 2009

1. Introdução

A Audiência Pública nº 08/2010 tem como objeto minuta de instrução que estabelece as regras para o programa de oferta pública de distribuição de letras financeiras não vinculadas (“Minuta”). A CVM recebeu os comentários do público entre os dias 7 de outubro de 2010 e 8 de novembro de 2010.

As propostas trazidas pela Minuta pretendiam (i) criar o Programa de Distribuição Contínua – “PDC”, que permite que certos emissores registrem distribuições de letras financeiras não vinculadas automaticamente e (ii) em decorrência da criação do “PDC”, propor alterações pontuais na Instrução CVM n° 400, de 2003, na Instrução CVM nº 476, de 2009 e na Instrução CVM n° 480, de 2009.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; (iv) outras propostas e (v) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 08/2010. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

**2. Participantes**

Participaram da audiência pública: (i) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“ANBIMA”); (ii) Banco Central do Brasil (“BACEN”); (iii) BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”); e (iv) Buranello Passos Advogados.

**3. Comentários à Minuta**

**3.1. Redução do prazo para realização de nova oferta com esforços restritos (art. 9º, Instrução CVM nº 476, de 2009)**

A ANBIMA sugere que, tratando-se de distribuição de letra financeira por meio de oferta pública com esforços de venda restritos, o prazo previsto no art. 9° da Instrução CVM n° 476, de 2009, seja reduzido de 4 para 1 mês.

Argumenta que, com esta redução, instituições que atualmente não são registradas como emissoras de valores mobiliários e que têm como público alvo investidores qualificados, conforme discriminado no art. 4° da referida Instrução, poderão valer-se da emissão de letra financeira via Instrução CVM n° 476, de 2009, como mais uma alternativa de captação de recursos.

|  |
| --- |
| O objetivo da imposição de prazo de 4 meses entre distribuições com esforços restritos de um mesmo valor mobiliário, por um mesmo ofertante, é evitar que uma oferta pública cujas características se aproximem mais daquelas ofertas reguladas pela Instrução CVM nº 400, de 2003, seja feita por meio de seguidas ofertas com esforços restritos. A CVM entende que o prazo de 4 meses é adequado para assegurar os objetivos da norma.  Por essa razão, a CVM considera necessário esse intervalo e, por isso manteve a redação original da proposta. |

**3.2. Instituições autorizadas a emitir no âmbito do “PDC” (art. 13-A, caput, da Instrução CVM nº 400, de 2003)**

A BM&FBovespa sugere que as sociedades de crédito, financiamento e investimento, companhias hipotecárias e sociedades de crédito imobiliário sejam autorizadas a emitir letras financeiras no âmbito do PDC. Isto porque o valor unitário da letra financeira será, no mínimo, de R$ 300.000,00 (trezentos mil reais), e assim tais títulos não serão destinados ao varejo.

|  |
| --- |
| A CVM entende que, nesse primeiro momento, a utilização do PDC deve estar restrita às instituições mencionadas na Minuta, conforme exposto no edital de audiência pública. |

**3.3. “Classe e espécie” de letras financeiras (inciso II do §2º do art. 13-A, da Instrução CVM nº 400, de 2003)**

A ANBIMA sugere que o conceito de títulos fungíveis possa ser utilizado dentro de uma mesma série. Para tanto, propõe alterações no §2° do art. 13-A, que passaria a ter a seguinte redação:

*“Art.13-A (...)*

*§2° O Programa de Distribuição Continua permite:*

*(...)*

*II – o registro de múltiplas* ***séries de letras financeiras****;*

*III – o registro de mais de uma distribuição dentro de uma mesma série com possibilidade de incremento de volume.”*

|  |
| --- |
| O comentário do participante é pertinente. O objetivo da CVM com a redação originalmente proposta era identificar títulos econômica e juridicamente fungíveis, por isso usou a expressão “mesma classe e espécie”. Tais adjetivos são utilizados para identificar as características de ações, por conta do art. 15 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.  No entanto, o art. 53 da Lei nº 6.404, de 1976, classifica as debêntures entre aquelas de mesma emissão e série, conferindo a fungibilidade jurídica e econômica àquelas debêntures da mesma série (“[*a*]*s debêntures da mesma série terão igual valor nominal e conferirão a seus titulares os mesmos direitos*”).  Tendo em vista que a letra financeira é um título muito mais próximo das debêntures que das ações, parece mais adequado identificar sua fungibilidade jurídica e econômica por meio de série e não por meio de sua “classe e espécie”.  Por essa razão, a sugestão foi aceita com ajustes à redação. |

**3.4 Contrato de distribuição (§4° do art. 33 da Instrução CVM n° 400, de 2003)**

A ANBIMA sugere que a dispensa de formalização de contrato de distribuição quando o emissor e o distribuidor forem a mesma pessoa seja estendida às hipóteses em que o emissor e o distribuidor integrem o mesmo grupo econômico, uma vez que, para um número significativo de conglomerados financeiros no Brasil, o veículo que detém o registro de emissor de valores mobiliários (potencial emissor de letra financeira) não coincide com o veículo que atua como distribuidor em ofertas de valores mobiliários.

|  |
| --- |
| Embora sociedades pertencentes a um mesmo grupo econômico tenham objetivos comuns e, muitas vezes operações coordenadas, cada uma destas conserva personalidade e patrimônio distintos, conforme estabelece o art. 266 da Lei 6.404, de 1976. Desta forma, é adequado que arranjos contratuais entre tais sociedades sejam documentados, ficando clara a divisão de responsabilidades entre as instituições.  Por essa razão, a redação original foi mantida. |

**3.5. Suspensão do PDC (art.13-F da Instrução CVM n° 400, de 2003)**

A BM&FBovespa entende que o inadimplemento das obrigações de informar não deveria gerar suspensão automática do PDC. Argumenta que, em virtude da gravidade da sanção, a suspensão deveria ser precedida de um procedimento de contraditório, nos termos do que atualmente já é previsto no art. 52 e seguintes da Instrução CVM n° 480, de 2009.

|  |
| --- |
| Assim como proposto pela Minuta, o art. 52 e seguintes da Instrução CVM n° 480, de 2009, disciplinam a suspensão automática do registro de emissor. O procedimento de contraditório previsto em tal instrução precede somente o cancelamento de registro.  Ademais, vale notar que de qualquer decisão das áreas técnicas da CVM cabe recurso ao Colegiado, de modo que o contraditório está garantido.  Por essa razão, a redação original foi mantida. |

**4. Outros comentários**

**4.1 Vedação à negociação** (a**dequação do §4° do art. 13 da Instrução CVM n° 358, de 3 de janeiro de 2002)**

A ANBIMA sugere que a Instrução CVM n° 358, de 2002, seja adaptada à regra que determina a não aplicação da abstenção de negociação no período que antecede qualquer divulgação periódica da emissora para aqueles títulos emitidos no âmbito do PDC (§5º do art. 48 da Instrução CVM n° 400, de 2003, conforme proposto pela Minuta).

Para tanto, sugere que o art. 13, §4°, da Instrução CVM n° 358, de 2002, passe a ter a seguinte redação: “*§4°* [*t*]*ambém é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no §3° do art.15.* ***O disposto neste artigo não se aplica à distribuição de valores mobiliários no âmbito de Programas de Distribuição Contínua***”.

|  |
| --- |
| O objetivo do § 5º é permitir que os emissores e ofertantes negociem outros valores mobiliários do emissor durante o processo de distribuição das letras financeiras. Essa exceção é importante porque o processo de distribuição de letras financeiras tende a ser contínuo ou quase contínuo, uma vez que as instituições financeiras têm necessidade permanente de captação.  O objetivo do art. 13 da Instrução nº 358, de 2002, por sua vez, é evitar que certas pessoas com informações privilegiadas negociem valores mobiliários do emissor. A CVM entende que é adequado manter essa vedação. Assim, nada impede que distribuições em curso continuem durante os períodos em que as pessoas mencionadas no art. 13 detêm informações ainda não divulgadas ao mercado. No entanto, não parece desejável que os **insiders** possam negociar letras financeiras no período em que detêm mais informações que o mercado.  Por essas razões, a proposta não foi acolhida. |

**4.2 Distribuição fora do âmbito do PDC**

A BM&FBovespa entende que deveria haver maior detalhamento nos normativos pertinentes acerca da possibilidade de realização de distribuição de letras financeiras fora do âmbito do PDC. Sustenta que, como a Minuta apenas prevê emissão de letras financeiras no âmbito do PDC, e o fato das letras financeiras não serem expressamente qualificadas como valores mobiliários na lei que as criou, poderiam surgir dúvidas acerca da possibilidade do registro de ofertas públicas de letras financeiras fora do âmbito do PDC.

|  |
| --- |
| O edital de audiência pública deixa claro que sociedades que não registrem PDC, seja porque não desejam, seja porque não lhes é facultado pela regulamentação, poderão promover distribuições públicas de letras financeiras de duas maneiras: “[*a*] *primeira é utilizar as ofertas públicas com esforços restritos conforme disciplinadas pela Instrução CVM nº 476, de 2009. A outra forma seria tais instituições se registrarem como emissores de valores mobiliários e ofertarem publicamente letras financeiras sob as regras gerais previstas na Instrução CVM nº 400, de 2003.*” |

**4.3 Inclusão dos Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (“CDCAs”) e das Cédulas de Produto Rural Financeiras (“CPR-Fs”)**

Buranello Passos Advogados sugere que sejam incluídos no regime da Instrução CVM n° 476, de 16 de janeiro de 2009, que disciplina as ofertas públicas com esforços de venda restritos, os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio e as Cédulas de Produto Rural Financeiras.

|  |
| --- |
| O comentário foge do escopo da Minuta e, por isso, será analisado em processo independente. |

**4.4 Condições de vencimento antecipado (alínea “h” do Anexo X da Instrução CVM nº 400, de 2003)**

O BACEN sugere que o “Anexo X – Informações sobre o Programa de Distribuição Contínua” seja ajustado, tendo em vista que “*a alínea “h” do referido documento solicita que a instituição informe as “condições de vencimento antecipado da letra financeira emitida”, o que poderia indicar às instituições informantes que existiria a possibilidade de se optar por um vencimento antecipado, inclusive anterior ao vencimento mínimo estabelecido em lei ou na regulamentação complementar, o que não é permitido pela Resolução nº 3.826*[sic]*, de 25 de fevereiro de 2010*”.

|  |
| --- |
| Em razão do comentário do BACEN, a alínea “h” foi retirada do Anexo X da Instrução CVM nº 400, de 2003. |

**5. Proposta definitiva de instrução**

A proposta definitiva de instrução, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 16 de dezembro de 2010

# GUILHERME MALIK PARENTE

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado – Em exercício