

Para: SGE MEMO/SRE/GER-2/Nº 226/2006

De: SRE/GER-2 Em 20.10.2006

Assunto: Processo CVM RJ 2006/7717 - Pedido de Dispensa de Prospecto – Distribuição de Debêntures Conversíveis - WTorre Empreendimentos Imobiliários S.A.

Senhor Superintendente Geral,

A WTorre Empreendimentos Imobiliários S.A., Emissora, e o Banco Santander Banespa S.A., Instituição Líder, aqui também tratado como Banco Santander, em conjunto Requerentes, juntamente com o pedido de registro da oferta pública de distribuição em epígrafe (Oferta), protocolado em 19.09.2006, pediram dispensa da apresentação de prospecto, com base no art. 4º da Instrução CVM.

Em 4.10.2006, durante a Audiência a Particular nº 3891, os representantes da Instituição Líder e da Emissora comprometeram-se a complementar o pedido de dispensa de apresentação de prospecto formulado no pedido de registro de distribuição pública da Emissão, tendo em vista o disposto no § 2º do art. 4º da Instrução CVM 400.

Na oportunidade, foi-lhes recomendada leitura da Decisão do Colegiado proferida em 30.8.2005, que apreciou pedido de igual teor, contido no Processo CVM RJ 2005/4821.

A referida Decisão trouxe declaração de voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Souza, anexa ao presente.

Finalmente, em 9.10.2006, os Requerentes protocolaram complementação da justificativa do pedido de dispensa (Pedido), nos seguintes termos:

"(...) Das características da Emissão

A Emissão em referência é cercada de peculiaridades, que, inquestionavelmente, lhe conferem um alto grau de sofisticação. Trata-se de Debêntures conversíveis em ações da Emissora, cuja estruturação demandou alguns meses de estudos do Coordenador em permanente interação com a Companhia. E tal estruturação tem como pressuposto que a Emissão seja integral e exclusivamente subscrita e integralizada pelo Santander.

De fato, a Emissão foi estruturada pelo Coordenador para aproveitar um momento especialmente favorável para o ramo de atividade da Companhia – o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários –, e tem como uma de suas características essenciais o forte atrativo da conversibilidade das Debêntures em ações representativas de 20% (vinte por cento) do capital social da Companhia, o que a qualifica como um investimento estratégico tanto para esta quanto para o Santander.

Por ser um investimento estratégico, a Emissão tem uma outra característica que é a sua destinação para um único investidor, o Santander, o qual manifestará, no ato da subscrição das Debêntures, sua concordância com restrições à negociação de tais valores mobiliários, especialmente a que diz respeito à possibilidade de alienação de, no máximo, 25% (vinte e cinco por cento) das Debêntures.

Ainda em decorrência do perfil do investimento, o valor nominal unitário de cada Debênture foi fixado em R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), dado que a negociação será restrita a investidores qualificados pré-determinados, a saber: (i) instituições financeiras; (ii) fundos de private equity nacionais ou estrangeiros; ou (iii) investidores qualificados estratégicos com atuação no setor imobiliário. Com efeito, a fixação de valor nominal elevado tem como objetivo, precipuamente, evitar a negociação dos títulos no mercado secundário.

Nos termos da Cláusula 5.1.1. da minuta de Contrato de Distribuição a ser celebrado entre a Emissora e o Coordenador, o plano de distribuição disporá que o Coordenador será o primeiro e único subscritor da totalidade das Debêntures.

Em vista do exposto (...), a Emissora e o Coordenador se comprometem a incluir na Cláusula 5.1.1. acima referida referência expressa aos investidores aos quais poderão ser alienadas as Debêntures caso o Santander exerça a opção de vender até 25% (vinte e cinco por cento) das Debêntures, de molde a 'assegurar que apenas os investidores qualificados especializados, com conhecimento técnico do funcionamento do mercado de valores mobiliários e de avaliação de companhias, terão acesso aos valores mobiliários ofertados, que é o que justificaria o pedido de dispensa.'⁽¹⁾

Com as considerações até aqui expendidas, é de se concluir que o pedido de dispensa de prospecto atende aos incisos II, III, VI e VII do Art. 4º da Instrução 400.

O interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor

Além das características da Emissão, que por si só justificariam o acolhimento do pedido de dispensa, cabe demonstrar que a dispensa da apresentação do prospecto não confrontaria os valores prezados pela norma, a saber: o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor.

No julgamento do Processo RJ 2004/1960, que apreciou o pedido de dispensa de apresentação de prospecto no âmbito do pedido de registro de distribuição pública de debêntures da Companhia Brasileira de Distribuição ("Decisão CBD"), ficou consignado que o interesse público na apresentação do prospecto "visa equilibrar as relações que ocorrem em todas as ofertas públicas, envolvendo o ofertante, os intermediários e os investidores". Em vista da característica dos investidores alvo daquela oferta, entendeu essa d. Comissão que tal equilíbrio estava presente.

No caso presente, temos a convicção de que o mencionado equilíbrio se apresenta, pois o Coordenador e, também, investidor, dispõe de informações detalhadas sobre a Emissora, pois (i) mantém estreitos laços comerciais com a Companhia, não só em razão das operações bancárias contratadas entre ambos, mas também por que o Santander foi coordenador de algumas emissões de certificados de recebíveis imobiliários (CRI) de emissão de sociedades securitizadoras controladas, direta ou indiretamente, pela Emissora, e (ii) efetuou 'due diligence legal' e financeira na Companhia para fins de estruturação da Emissão.

Ademais, resulta das características da Emissão uma convergência dos interesses das partes, porquanto é objetivo comum que as Debêntures sejam afinal convertidas em ações da Emissora para posterior listagem e oferta inicial ao mercado.

No que refere à adequada informação e à proteção aos investidores, que são valores também colimados pela norma regulamentar, entendemos que estarão preservados com a dispensa de apresentação do prospecto, pois a Emissão está destinada a um investidor qualificado especializado e que mantém estreita e rotineira relação comercial com a Emissora. Ainda na Decisão CBD colhe-se importante elemento para a verificação do atendimento aos princípios da adequada informação e da proteção ao investidor, cujo teor, por sua clareza e acuidade, transcreve-se abaixo:

'Proteção ao investidor: os destinatários da oferta são ou investidores com estreita e habitual relação com a emissora [acionistas e credores por debêntures] ou investidores qualificados, que pelo seu conhecimento, experiência e capacidade de acessar informações, podem prescindir da intervenção do Estado para assegurar a harmonia de interesses. A própria Lei das S.A. não requer a apresentação de prospecto nas emissões destinadas a acionistas e credores da companhia emissora' (grifamos).

Com efeito, o elemento nuclear da proteção ao investidor é a necessidade da intervenção do Estado para assegurar a harmonia de interesses. Ou seja, maior será a necessidade de intervenção estatal (do órgão fiscalizador) quando, pelas suas características, a oferta for dirigida a um grande espectro de investidores.

De outra parte, quando a oferta de valores mobiliários for dirigida a investidores qualificados especializados ou investidores com histórico de relação com a emissora será prescindível a intervenção estatal, sem que esse lapso implique negligenciar a proteção ao investidor. De fato, ao editar a norma regulamentar que admite a dispensa de determinados requisitos para o registro de distribuição pública, essa I. Comissão, no uso de suas atribuições legais, estabeleceu os limites para que tal dispensa fosse concedida.

Assim, na análise dos pedidos de dispensa cabe verificar se tais estão adstritos aos limites fixados no regulamento de regência, no caso a Instrução 400. Em nosso entendimento, a distribuição pública das Debêntures prescinde da apresentação de prospecto por que o investidor qualificado especializado que as subscreverá detém informações 'quantum satis' para tomar a decisão de investimento. Além disso, trata-se de investidor que dispõe de adequadas informações sobre a Emissora, posto que mantém estreita e habitual relação com esta. E, por fim, realizou 'due diligence' legal e financeira na Companhia.

Desse modo, verifica-se que o pedido de dispensa de apresentação de prospecto formulado pela Emissora e pelo Coordenador no âmbito do pedido de registro de distribuição pública das Debêntures encontra amparo no Art. 4º, inciso II, III, VI e VII, o que se verifica pelas características da Emissão e do(s) investidor(es) a que se destina.

Além disso, o deferimento do pedido de dispensa está (i) alinhado com o interesse público subjacente à norma regulamentar (o equilíbrio das relações decorrentes da Emissão e que dizem respeito à Emissora e ao Coordenador, que também é o investidor), (ii) conformado aos princípios da adequada informação (por isso que o subscritor é investidor qualificado especializado e mantém estreita e habitual relação com a Emissora) e da proteção ao investidor (que por suas características prescinde da intervenção estatal para assegurar a harmonia de interesses).

Pelo exposto, a Emissora e o Coordenador, com os esclarecimentos adicionais ora apresentados, reiteram o pedido de dispensa de apresentação de prospecto no âmbito do pedido de registro de distribuição pública das Debêntures."

Considerações da Área Técnica acerca do Pedido de Dispensa

a) Exame do Pedido à luz da Decisão do Colegiado

Ao examinar pedido de dispensa de prospecto feito por companhia aberta que pretendia registrar oferta pública de ações direcionada exclusivamente a seus próprios acionistas e investidores qualificados, o Colegiado proferiu Decisão (no já citado Processo CVM RJ 2005/4821) que nos serve de parâmetro inicial para o exame do presente pedido. Do Voto que a sustentou, podemos extrair os seguintes elementos norteadores de uma eventual dispensa de apresentação de prospecto:

1. O plano de distribuição da Oferta deve trazer elementos suficientes para assegurar que apenas os investidores qualificados especializados, com conhecimento técnico do funcionamento do mercado de valores mobiliários e de avaliação de companhias, terão acesso aos valores mobiliários ofertados.
2. A Emissora deve ter um histórico ativo de distribuição ou negociação pública de seus valores mobiliários.
3. A Emissora deve ter cultura consolidada de divulgação de informações.
4. As informações da Emissora devem ser objeto de comentários periódicos por analistas de investimento.

Sem adentrarmos o exame da necessidade ou não da presença de todos esses elementos para que se conceda a dispensa, verificamos no Voto que:

5. em qualquer hipótese, a dispensa só deve ser concedida se o plano de distribuição contiver a descrição detalhada do público que se pretende atingir e, no caso de a distribuição ser dirigida a investidores específicos pré determinados, esses investidores devem ser nominados expressamente no plano de distribuição.

Notamos que a oferta, a princípio, não atende aos itens 2, 3 e 4 acima arrolados, pois a Emissora, embora faça parte de um grupo atuante no mercado de CRI, foi constituída apenas em 16.01.2006 e agora está requerendo seu registro de companhia aberta. A Emissora, por essa razão, (i) não tem um histórico ativo de distribuição ou negociação pública de seus valores mobiliários, (ii) não tem cultura consolidada de divulgação de informações, e (iii) suas informações não são objeto de comentários periódicos de analistas de investimento.

Com relação ao plano de distribuição, tratado nos itens 1 e 5, verificamos haver no Pedido a indicação de que inicialmente a oferta será direcionada apenas ao Banco Santander. Este, por sua vez, poderá alienar, no máximo, 25% das Debêntures, tendo como contrapartes apenas investidores qualificados que sejam (i) instituições financeiras, (ii) fundos de *private equity* nacionais ou estrangeiros, ou (iii) investidores qualificados estratégicos com atuação no setor imobiliário.

Dessa descrição, não resta dúvida que o destinatário inicial da oferta, como investidor, atende plenamente à descrição do item 1. Já com relação aos eventuais destinatários dos 25% livres para negociação pelo Banco Santander (25% da oferta de R\$ 500 milhões = R\$ 125 milhões, em valores de emissão), como estes não foram nominados, não há como se considerar atendido o item 5, a não ser que as exigências de qualificação e identificação dos investidores devam se circunscrever ao primeiro adquirente, ainda que este tenha a natureza de intermediário financeiro o qual, no caso concreto, reserva-se o direito de negociar parte dos valores mobiliários por ele subscritos.

A Decisão do Colegiado ainda apresenta um sexto elemento a nortear o exame dos pedidos de dispensa de prospectos, qual seja, seus precedentes no Colegiado. Esclarece que estes envolviam debêntures emitidas (a) em processo de reestruturação de dívida, cuja distribuição era voltada quase que exclusivamente para antigos acionistas e credores das emissoras ou (b) para financiamento de projeto específico, em diversas séries, subscritas pelos mesmos credores e cuja primeira série de emissão foi objeto de registro completo perante a CVM.

No presente caso, a emissão é de debêntures, mas (a) não se trata de reestruturação de dívida, nem é voltada quase que exclusivamente a antigos acionistas ou credores, e (b) não financia um projeto específico, nem teve uma primeira série com registro completo perante a CVM.

Por tudo concluímos que, dos 6 elementos norteadores da dispensa de prospecto extraídos da Decisão do Colegiado, 5 ou pelo menos 4 não foram atendidos.

b) Exame do Pedido à luz do art. 4º da Instrução CVM 400

O art. 4º da Instrução 400 dispõe que a CVM, ao analisar pedido de dispensa de registro ou de requisitos, considerará, cumulativa ou isoladamente, certas condições especiais da operação, arroladas nos incisos de seu § 1º. Destes, os Requerentes apontam como atendidos pela Oferta os de número II, III, VI e VII, respectivamente, ao valor unitário das debêntures, plano de distribuição, público destinatário e direcionamento exclusivo a

investidores qualificados, entendimento contra o qual não fazemos objeção.

Restaria verificar o enquadramento do Pedido aos ditames do *caput* do art. 4º, que deixa a critério da CVM a concessão da dispensa, observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor.

Na justificativa sobre o interesse público, os Requerentes mencionaram decisão da CVM sobre pedido de dispensa de prospecto (Processo CVM RJ 2004/1960) que indicara que o interesse público na apresentação do prospecto visaria equilibrar as relações que ocorrem em todas as ofertas públicas, envolvendo o ofertante, os intermediários e os investidores. Em seguida, mostra-se convicta do equilíbrio entre a Emissora e o Santander, que são os próprios Requerentes da dispensa.

Estes, no entanto, não analisaram a eventual necessidade de equilíbrio entre eles, os demais investidores das debêntures (os mencionados 25%, a R\$ 125.000.000,00 em valores de emissão), os destinatários da futura oferta pública de ações com que se concluirá a operação e os demais interessados numa operação dessa natureza, quando esta se pretende pública e registrada na CVM.

Nesse ponto, merece atenção a afirmação contida no Pedido de que *"resulta das características da Emissão uma convergência dos interesses das partes, porquanto é objetivo comum que as Debêntures sejam afinal convertidas em ações da Emissora para posterior listagem e oferta inicial ao mercado"*.

Aí se nota uma das mais importantes características da operação em exame: as debêntures, inicialmente subscritas em sua totalidade pelo Banco Santander, destinam-se à conversão em ações para posterior oferta pública. É nessa oferta pública de ações que a operação terá concluído seu principal objetivo, tanto que a remuneração das debêntures conversíveis é de IGPM mais 6% ao ano, valor inferior ao próprio custo do dinheiro investido, conforme reconhecido na referida Audiência Particular pelo representante do Banco.

Outro ponto notável é que o Pedido não declara categoricamente por que quer a dispensa de apresentação de prospecto. E aqui não se trataria, em absoluto, de questionar a legitimidade dos interesses privados que o motivam, mas sim de vislumbrar o quão recomendável seria sua ponderação em face do interesse público que deve ser preservado pela CVM quando analisa pedidos dessa natureza.

Cientes e ciosos de que é da competência do órgão superior da CVM tal juízo, mas sem nos furtarmos de opinar, parece que é do interesse público promover a adequada informação e a proteção ao investidor dando transparência a essa operação como um todo, pois as debêntures ora ofertadas tendem a se transformar em ações que serão objeto de futura oferta pública, em que o investimento do subscritor inicial das debêntures poderá se realizar. Então, que tal operação seja plenamente divulgada no mercado desde logo, por meio da elaboração do prospecto da oferta de debêntures, e não apenas quando da futura oferta de ações, já que a presente Oferta se mostra como um marco intermediário fundamental e estratégico da operação que se encerrará com uma oferta de pública de ações.

Assim, informações que estão sendo hoje objeto de exame pela CVM, como as que envolvem o histórico recente, as demonstrações financeiras e as práticas contábeis da companhia⁽²⁾, poderão ser melhor conhecidas e criticadas pelo público interessado em geral, desde que a ele submetidas de forma sistemática e consolidada, o que seria feito de forma muito mais eficiente com a divulgação do prospecto da oferta de debêntures do que sem ela.

c) Exigência de prospecto pela Anbid:

Vale registrar que o novo Código de Auto-Regulação da Anbid exige a elaboração de prospecto no caso em exame, que prevê a hipótese de negociação de 25% das debêntures, ainda que a CVM a dispensasse. É o que se verifica em seu artigo 13:

"Artigo 13 – Fica dispensada a obrigatoriedade de elaboração de prospectos (i) nas Ofertas Públicas de valores mobiliários representativos de dívida para as quais a regulamentação da CVM não exija ou nas hipóteses em que, apesar de exigida, a CVM dispense a apresentação de tal documento; (ii) em Ofertas Públicas de Aquisição de ações para as quais a regulamentação da CVM não exija ou nas hipóteses em que, apesar de exigida, a CVM dispense a apresentação de tal documento; (iii) nas Ofertas Públicas em que os valores mobiliários objeto de distribuição tenham valor nominal unitário igual ou superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais); e (iv) nas Ofertas Públicas de CRIs com valor total inferior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

(...)

Parágrafo Segundo – Exclusivamente na hipótese prevista no item (i) do *caput* deste artigo, no caso de Ofertas Públicas de valores mobiliários representativos de dívida dispensadas da elaboração de prospecto, independente de serem registrados em bolsa de valores ou mercado de balcão, as Instituições Participantes deverão assegurar que conste da escritura e dos boletins de subscrição a condição de inegociabilidade do valor mobiliário, **exceto na hipótese de elaboração e disponibilização de prospecto**, nos termos previstos neste Código de Auto-Regulação, previamente à negociação. (...)” – grifamos.

d) Para os efeitos do art. 172, I, da LSA, é pública a subscrição em exame?

O estatuto social da Emissora⁽³⁾ prevê a possibilidade de exclusão do direito de preferência dos atuais acionistas à subscrição de debêntures conversíveis, nos termos da lei. Há também previsão, na minuta de ata de AGE que aprova a oferta, de renúncia expressa e irrevogável a esse direito⁽⁴⁾.

A lei, por sua vez, admite tal exclusão caso a colocação seja feita mediante venda em bolsa de valores ou subscrição pública ⁽⁵⁾.

Entendemos que o legislador, ao criar tal exceção, preocupou-se em garantir ao acionista uma possibilidade de manter sua participação relativa no capital da companhia aderindo à oferta⁽⁶⁾. Porém, tal possibilidade não existe na oferta em exame, já que esta é direcionada exclusivamente ao Banco Santander.

Tendo em vista, no entanto, a distribuição do capital social da Emissora ⁽⁷⁾ se dar exclusivamente entre seus controladores e administradores, reputamos legítima a referida renúncia, a ser firmada por 100% de seus acionistas, nos termos da minuta de AGE citada.

e) Da imprescindibilidade do registro da Oferta para os interessados

O Pedido e informações obtidas junto aos Requerentes indicam que a Oferta não prescinde de registro na CVM por estar direcionada a instituição financeira e a investidores não residentes, o que, entendem, faz incidir os seguintes dispositivos da regulação:

Resolução nº 2689/2000:

"Art. 6º Os ativos financeiros e os valores mobiliários negociados, bem como as demais modalidades de operações financeiras realizadas por investidor não residente decorrentes das aplicações de que trata esta Resolução devem, de acordo com sua natureza:

I - ser registrados, custodiados ou mantidos em conta de depósito em instituição ou entidade autorizada a prestação desses serviços pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários; ou

II - estar devidamente registrados em sistemas de registro, liquidação e custódia reconhecidos pelo Banco Central do Brasil ou autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários, em suas respectivas esferas de competência.

§ único - As operações de investidor não residente em mercados de derivativos ou demais mercados de liquidação futura somente podem ser realizadas ou registradas em bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, ou registradas em sistemas de registro, liquidação e custódia referidos no inciso II deste artigo."

Resolução nº 1777/1990:

"Art. 3º As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil somente poderão subscrever, adquirir ou intermediar debêntures destinadas a subscrição pública."

Quanto a nós, consideramos, por princípio, a publicidade como inerente à oferta que se pretende publica e, para tanto, lança mão do poder de polícia e da chancela da CVM. Caso não se queira dar publicidade à operação, há a alternativa de se fazer uma oferta privada que, inicialmente, não onerará o Poder Público com seu exame.

Se o ordenamento, outrossim, exige que uma oferta de distribuição de valores mobiliários seja pública para que uma instituição financeira possa subscrevê-la, isto tem uma razão de ser, a qual poderá se pautar no fato de que esta é um intermediário por natureza, o qual, visto isoladamente, pode ser considerado um investidor qualificado que dispensa proteção, o mesmo não se podendo dizer de todos os seus clientes e do sistema em que está inserido.

Conclusão

Solicitamos submeter à superior consideração do Colegiado a dispensa requerida, comunicando, em conseqüência do exposto, o posicionamento desta GER-2, contido nas considerações acima.

Atenciosamente,

Felipe Claret da Mota

Gerente de Registro - 2

De acordo.

Ao SGE, para sorteio de relator.

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[\(1\)](#) Processo CVM Nº. RJ 2005/4821, Declaração de Voto do Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa

[\(2\)](#) Vide MEMO/SEP/GEA-1/Nº 196/2006, de 03.10.2006, endereçado à SNC-GNC.

[\(3\)](#) "Artigo 6º - (...). Parágrafo 2º - A critério do Conselho de Administração, poderá ser excluído o direito de preferência ou reduzido o prazo para seu exercício, nas emissões de ações ordinárias, debêntures conversíveis em ações ordinárias e bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante (i) venda em bolsa de valores ou por meio de subscrição pública, ou (ii) permuta de ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos da lei, e dentro do limite do capital autorizado."

[\(4\)](#) Conforme item 4 da minuta de AGE apresentada.

[\(5\)](#) Vide art. 172 da LSA e seus incisos I e II.

[\(6\)](#) Assim também entende Modesto Carvalhosa: "...sendo a colocação dos direitos de subscrição feita em Bolsa ou mediante distribuição no mercado de emissão pública que assegure dispersão de títulos, a participação do acionista também estará assegurada, ainda que em concorrência com terceiros investidores e pelo preço que as tendências compradoras ou vendedoras do mercado apresentarem. Assim, tanto no caso de subscrição pública como na venda de direitos em Bolsa ou mediante distribuição no mercado de emissão pública não haverá, em princípio, agravamento da prerrogativa do acionista.", em "Comentário à Lei das Sociedades Anônimas", 3º Vol., p.584, 2003.

[\(7\)](#) Informam os interessados: Capital Social: R\$272.109.000,00 dividido em 272.109.000 ações ordinárias, distribuídas da seguinte forma:

- (i) WTorre Participações S.A. - 272.081.785 ações;
- (ii) WTorre I Participações S.A - 27.210 ações;
- (iii) Walter Torre Júnior - 1 ação;
- (iv) Luis Fernando Casari Davantel - 1 ação;
- (v) Paulo Remy Gillet Neto - 1 ação;
- (vi) Antônio Kandir - 1 ação; e
- (vii) Ricardo Corradi Leoni - 1 ação.