

**Interessado:** Unibanco – União de Bancos Brasileiros S/A

**Assunto:** Consulta sobre emissão de Cédulas de Debêntures Não-Vinculadas

**Diretora-Relatora:** Maria Helena Santana

### RELATÓRIO

1. Trata-se de consulta apresentada à Superintendência de Registro (SRE) pelo Unibanco sobre títulos que pretende emitir em breve. O consultante apresenta os argumentos pelos quais entende que: (i) a cédula de debêntures ("Cédulas") de responsabilidade integral de instituição financeira ("Cédulas Não-Vinculadas") caracteriza "título cambial de responsabilidade de instituição financeira", não sujeito ao regime geral dos valores mobiliários, nos termos do art. 2.º, parágrafo 1.º, inciso II, da Lei 6.385/76; e (ii) a colocação de lotes únicos e indivisíveis de Cédulas Não-Vinculadas do Unibanco, na forma descrita na consulta, estaria automaticamente dispensada de registro, nos termos do art. 5.º, inciso II, da Instrução CVM 400/03, mesmo que a Cédula Não-Vinculada fosse considerada valor mobiliário.

#### **Dos fatos**

2. Em 06/11/2006, o Unibanco apresentou consulta à CVM (fls. 01-15), nos seguintes termos:

- a. vimos solicitar a essa D. Comissão que se manifeste na forma proposta no pedido, ao final da consulta; pedimos ainda (i) que esta consulta seja tratada de forma confidencial pela CVM, considerando ser a Cédula de que trata produto inédito no mercado financeiro nacional, e (ii) seja concedida prioridade na análise do pedido, tendo em vista o curto cronograma planejado para implementação e lançamento do produto, e o interesse comercial do Unibanco de lançar esse produto antes dos demais concorrentes;

#### I. Cédulas de Debêntures

- b. o Unibanco pretende emitir cédulas de debêntures, lastreadas em debêntures que mantém em sua carteira, com "garantia própria", de acordo com o art. 72 da Lei 6.404/76 e demais disposições legais e regulamentares pertinentes (Resolução CMN 1.825/91 e Circular BACEN 1.967/91); a referida regulamentação autoriza a emissão das Cédulas independentemente de prévia manifestação do Banco Central do Brasil, desde que atendidos os requisitos regulamentares;
- c. as Cédulas conferirão aos seus titulares direito de crédito contra o Unibanco, pelo valor nominal e juros estipulados, sendo que a somatória do valor unitário das Cédulas será igual ou inferior a 90% da somatória do valor de face das debêntures que servirão como lastro para cada emissão, sendo o prazo de vencimento de no mínimo 60 dias contados da data da emissão da respectiva Cédula, e no máximo equivalente ao vencimento das debêntures (Resolução CMN 1.825/91);
- d. as debêntures que servirão de lastro para as Cédulas serão bloqueadas (i) no Sistema Nacional de Debêntures, administrado e operacionalizado pela CETIP, ou (ii) no Sistema de Negociação BOVESPAFIX, da BOVESPA, conforme o caso; essas debêntures, ainda, poderão ser livremente substituídas por outras, durante o prazo das Cédulas, desde que cumpridas as formalidades legais para a referida substituição e o bloqueio para negociação no mercado secundário;
- e. para esclarecimento sobre as características das Cédulas, transcrevemos trecho de parecer emitido pelo Ilmo. Sr. Luiz Leonardo Cantidiano [\(1\)](#);

#### I. 1. Função da Cédula de Debênture

- f. a emissão de Cédulas é uma forma de captação de recursos das instituições financeiras, prevista na Lei 6.404/76 e regulada pelo CMN; por meio da sua emissão, as instituições obtêm recursos para a atividade de intermediação financeira; as Cédulas têm características bastante semelhantes aos Certificados de Depósitos Bancários ("CDB"), tendo função idêntica às operações compromissadas com debêntures, reguladas pela Resolução CMN 3.339/2006;
- g. as Cédulas diferem dos CDBs em apenas três aspectos, sendo equivalentes em todos os demais: (i) as Cédulas seriam consideradas valores mobiliários, conforme previsto no art. 2.º, IV, da Lei 6.385/76 (porém apenas as Cédulas Vinculadas, conforme exposto abaixo, estariam sujeitas a regime geral dos valores mobiliários); (ii) as Cédulas têm um limite de emissão atrelado à carteira de debêntures da instituição financeira; (iii) por não ser uma captação por meio de depósito, as Cédulas não estão cobertas pelo Fundo Garantidor de Créditos — FGC;
- h. as Cédulas também são muito parecidas com as Letras de Crédito Imobiliário ("LCI"), pois representam obrigação própria de instituição financeira emissora, tendo por base um lastro (conjunto de ativos que são causa para a emissão das Cédulas ou da LCI); como tais, a Cédula e a LCI são formas de captar recursos junto ao público sujeitas a limite de emissão específico, vinculado ao seu lastro; no caso da LCI, o lastro são as operações de crédito imobiliário; nas Cédulas, as debêntures em carteira;
- i. as Cédulas são, dessa forma, um meio alternativo de captação remunerada muito semelhante ao CDB e à LCI, que visa porém a dar liquidez às debêntures em carteira das instituições financeiras; possibilitando uma captação com um limite específico vinculado a essa carteira, a lei e o CMN criaram um incentivo à aquisição de debêntures pelas instituições financeiras;
- j. assim, com as Cédulas, o sistema financeiro serve como meio de intermediação entre uma emissão de mercado de capitais (debêntures), feita por empresa que necessita realizar investimentos, e um cliente bancário, que poupou e deseja investir em uma instituição com a solidez e regulação de uma instituição financeira (Cédulas);
- k. as Cédulas têm função análoga às Operações Compromissadas; ao invés de emitir Cédulas, as instituições financeiras poderiam captar recursos utilizando as debêntures em carteira para realizar Operações Compromissadas; por meio das Operações Compromissadas, a instituição financeira vende debênture de sua carteira para o cliente, assumindo, no mesmo ato, por um preço prefixado, a obrigação de recomprar esse ativo; o risco, portanto, é puramente da instituição financeira, pois essa recomprará o título em qualquer hipótese, ou seja, mesmo que inadimplido; nas Operações Compromissadas, os riscos, bem como os juros e rendimentos das debêntures, pertencem à instituição financeira, mesmo após a venda ao cliente, pois elas continuam em sua carteira, inclusive fiscal e contabilmente; ou seja, as debêntures são apenas lastro das Operações Compromissadas, tal qual em uma emissão de Cédulas;
- l. as Cédulas, porém, resolvem dois grandes problemas das instituições financeiras nas Operações Compromissadas: (i) fracionamento das debêntures; e (ii) percepção de risco do cliente; as Operações Compromissadas só podem ser feitas com debênture inteira [\(2\)](#); assim, se o preço

unitário por R\$ 1.000,00, o cliente só poderá fazer operações múltiplos de mil; não será possível investimentos de R\$ 900,00 ou R\$ 1.500,00, o que dificulta muito a utilização das debêntures em carteira de instituição financeira como forma de captação por meio de Operação Compromissada; as Cédulas podem ser emitidas em qualquer valor, atendendo às expectativas dos clientes de utilizar todo o valor que ele tem disponível para aplicação;

- m. o segundo problema que as Cédulas resolvem é a percepção de risco dos clientes; apesar de as Operações Compromissadas gerarem um passivo incondicional para a instituição financeira, que é o risco de crédito efetivo para os clientes, estes têm a percepção de correrem, também, o risco de crédito das debêntures que são utilizadas como lastro; na Cédula, por ser obrigação própria da instituição financeira, e por ser um produto mais simples que as Operações Compromissadas, acreditamos que não haverá essa percepção equivocada de risco; o lastro é indiferente para o cliente, e será visto apenas como limite de emissão da instituição financeira;

## II. Cédulas Não-Vinculadas e Cédulas Vinculadas

- n. conforme exposto, as Cédulas são, em regra, títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira; são títulos com "garantia própria", de acordo com o art. 72 da Lei 6.404/76; nem sempre, porém, o risco das Cédulas será inteiramente o risco da instituição financeira; as "Cédulas Não-Vinculadas" representam inteiramente risco da instituição financeira emissora; no entanto, "Cédulas Vinculadas", conforme abaixo exposto, representam risco das debêntures a que elas estão Vinculadas;
- o. a realização de operações ativas vinculadas, com base em recursos de terceiros, pelas instituições financeiras, foi autorizada pela Resolução CMN 2.921/2002; nos seus termos, as instituições financeiras podem utilizar qualquer forma de captação (CDB, LCI, Cédula, entre outras formas) para realizar operação ativa vinculada; por meio dela, a instituição financeira condiciona o pagamento de um passivo seu ao recebimento do ativo vinculado; uma vez que haja a vinculação entre o ativo e o passivo, o risco de crédito do investidor deixa de ser o risco do passivo, passando a ser o risco do ativo vinculado; por exemplo, em uma Cédula Vinculada, o risco deixaria de ser o risco do emissor, passando a ser o risco das debêntures que são utilizadas como lastro;
- p. a Resolução CMN 2.921/2002 estabelece que o instrumento de captação para realização das operações vinculadas deverá prever, no mínimo, as seguintes condições: (i) vinculação entre os recursos captados e a operação ativa correspondente; (ii) subordinação da exigibilidade dos recursos captados ao fluxo de pagamento da operação ativa vinculada; (iii) remuneração da operação ativa vinculada suficiente para cobrir os custos de captação; (iv) compatibilidade entre os fluxos de caixa da operação ativa vinculada e da operação de captação; (v) prazo da operação de captação igual ou maior que os da operação ativa vinculada; (vi) postergação de qualquer pagamento ao credor, inclusive a título de encargos ou amortização, em caso de inadimplemento na operação ativa vinculada; (vii) não pagamento, total ou parcial, do principal e de encargos ao credor, na hipótese de a execução de garantias não ser suficiente para a liquidação da operação ativa vinculada, ou em outras situações de não liquidação dessa operação;
- q. as Cédulas podem ser emitidas portanto de duas formas: (A) Cédulas Não-Vinculadas, que representam, integral e incondicionalmente, risco de crédito da instituição financeira emissora; e (B) Cédulas Vinculadas, nos termos da Resolução CMN 2.921/02; nas Cédulas Vinculadas, a instituição financeira garantiria o pagamento ("garantia própria") apenas após o recebimento dos ativos vinculados, ou seja, após o pagamento das debêntures a que elas estariam vinculadas;
- r. as Cédulas Vinculadas são compatíveis com o regramento jurídico dos títulos cambiais, pois: (a) a Resolução CMN 2.921/2002 é aplicável a qualquer operação passiva, inclusive aquelas representadas por título cambial (i.e. CDB, LCI); (b) as Cédulas são títulos de emissão exclusiva de instituição financeira, portanto inteiramente sujeitas à regulação do CMN e do BACEN; (c) a vinculação é apenas "condição suspensiva de exigibilidade do crédito" (continua havendo promessa de pagamento do emitente; ela está apenas condicionada); (d) é permitida a inclusão de condições nos títulos cambiais<sup>(3)</sup>, desde que a lei não estipule expressamente tratar-se de promessa pura e simples de pagamento; e (e) o objetivo final do regramento dos títulos de crédito é permitir sua circulação, e a certeza e liquidez da dívida, sendo pacífico que condição objetivamente verificável, insere em título executivo, não retira nem sua circulabilidade, nem afasta o cabimento de ação de execução;

### II. 1. Sujeição ao regime da Lei 6.385/76: solucionando a antinomia

- s. o art. 2.º da Lei 6.385/76 classifica as cédulas de debêntures como valores mobiliários; no entanto, o parágrafo primeiro, inciso II do art. 2.º exclui do regime da Lei 6.385/76 "os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures", não fazendo nenhuma referência às cédulas de debêntures; criou-se uma aparente antinomia, portanto: por um lado, as Cédulas são consideradas valores mobiliários, apesar de emitidas exclusivamente por instituição financeira; por outro, elas estão excluídas do regime da Lei 6.385/76, tornando sem sentido o fato de serem consideradas valores mobiliários; não faria sentido ainda tentar equiparar as Cédulas às debêntures: (i) porque as instituições financeiras não podem emitir debêntures<sup>(4)</sup>; (ii) porque a debênture é mecanismo de captação junto ao público em geral (clientes e não clientes), enquanto a Cédula é produto bancário, mecanismo de intermediação financeira, equivalente ao CDB e à LCI; ou seja, são diferentes funcionalmente; e (iii) porque os dois títulos têm estruturas diversas; ou seja, são diferentes estruturalmente;
- t. as debêntures são idênticas dentro de cada série e, portanto, fungíveis e potencialmente líquidas no mercado, estando sujeitas a uma estrutura de emissão e sendo a comunhão de debenturistas representada pelo agente fiduciário; as Cédulas são emitidas caso a caso, para cada cliente, com taxas, prazo e valores variados, não havendo qualquer relação de comunhão entre os clientes investidores, e não sendo negociáveis; há que se frisar que a regra do parágrafo primeiro do art. 2.º da Lei 6.385/76 é marco da separação de competências entre a CVM e o BACEN, e a exceção, debêntures, por princípio hermenêutico, deve ser interpretada restritivamente;
- u. nem sempre, porém, as Cédulas estão excluídas do regime da Lei 6.385/76; apenas as Cédulas Não-Vinculadas estariam excluídas; quando o risco da Cédula não for apenas da instituição financeira emissora, ou o pagamento estiver de qualquer forma condicionado, as Cédulas serão consideradas sujeitas ao regime da Lei 6.385/76 (esse é o caso das Cédulas Vinculadas, Resolução CMN 2.921/2002); as Cédulas Não-Vinculadas, incondicionais, em que a responsabilidade e risco sejam integralmente da instituição financeira emissora, estão excluídas, por disposição legal expressa, do regime da Lei 6.385/76; não se submetendo, em nosso entendimento, ao regime de emissão de valores mobiliários, nem ao registro, supervisão e fiscalização dessa D. Comissão;
- v. a antinomia entre o art. 2.º, IV, da Lei 6.385/76 e o parágrafo primeiro, inciso II, do referido art. 2.º é apenas aparente, havendo solução clara, acima apresentada, decorrente de interpretação sistemática do ordenamento jurídico; mesmo desconsiderando a solução apresentada, há que se considerar ainda que: (i) formalmente, as normas são compatíveis (as Cédulas são valores mobiliários, nos termos do art. 2.º, IV, da Lei 6.385/76: elas apenas estão excluídas do regime geral da Lei 6.385/76); e (ii) substancialmente, a regra do parágrafo primeiro, II, do art. 2.º deveria prevalecer em caso de conflito;
- w. a regra do inciso II do art. 2.º da Lei 6.385/76 é o marco legal da separação de competências entre a CVM e o BACEN; essa separação é a base para a regulação do mercado de capitais e do mercado financeiro de forma harmônica, evitando sobreposição de competências e possibilitando assim que CVM e BACEN formulem suas políticas nos respectivos mercados; não se questiona, assim, se os títulos de renda fixa, emitidos por instituições financeiras no exercício de sua atividade, em especial a captação junto ao público, são contratos de investimento coletivo ou valores

mobiliários elencados em lei; a regulação desses títulos, e da atividade de captação para intermediação financeira, é competência do BACEN (parágrafo primeiro, II, do art. 2.º da Lei 6.385/76); as sobreposições de competência existentes (ações e debêntures) são apenas aparentes: (i) a captação de recursos, por meio de ações emitidas pelas instituições financeiras, não é parte da atividade de intermediação financeira e, por não ser título de renda fixa, está fora da regra do parágrafo primeiro, II, do art. 2.º da Lei 6.385/76; e (ii) as instituições financeiras não podem emitir debêntures<sup>(5)</sup>; com exceção das empresas de leasing, que só podem emití-las porque não faz parte de sua atividade a captação junto ao público em geral<sup>(6)</sup>; essas empresas só podem captar por meio do mercado de capitais ou por meio do mercado interfinanceiro; dessa forma, a regra do parágrafo primeiro, II, do art. 2.º da Lei 6.385/76 é princípio maior, que deve prevalecer frente ao conflito substancial com a regra do art. 2.º, IV, da Lei 6.385/76, sendo as Cédulas, claramente, mecanismo de captação para intermediação financeira, regulado pelo BACEN;

x. diante do exposto, entendemos que as Cédulas Não-Vinculadas estão excluídas, por disposição legal expressa, do regime da Lei 6.385/76;

### III. Dispensa automática de Registro

y. caso essa D. Comissão entenda que as Cédulas Não-Vinculadas estariam sujeitas ao regime da Lei 6.385/76, entendemos que a colocação de lotes únicos e indivisíveis de Cédulas Não-Vinculadas do Unibanco, na forma proposta, estaria dispensada automaticamente de registro, nos termos do art. 5.º, inciso II, da Instrução CVM 400/03<sup>(7)</sup>;

z. assumindo a aplicação da Lei 6.385/76 às cédulas em geral, a oferta desse título estaria sujeita às regras de emissão de valores mobiliários, inclusive àquelas relativas às ofertas públicas (Instrução CVM 400/03); nessa hipótese, caso o Unibanco fizesse emissão conjunta de diversas Cédulas Vinculadas, idênticas, com o mesmo valor, prazo, remuneração e demais condições, além de vinculadas, na mesma proporção, ao mesmo lote de debêntures lastro, e utilizasse esforço de colocação junto ao público em geral, estaria caracterizada oferta pública, sujeita a registro junto à CVM<sup>(8)</sup>;

aa. não é essa a forma de colocação pretendida pelo Unibanco, porém; o Unibanco pretende emitir apenas Cédulas Não-Vinculadas, sendo a colocação feita de forma individualizada junto aos clientes, tal qual o CDB; a Cédula Não-Vinculada seria, assim, apenas modalidade de investimento, oferecida aos clientes da instituição financeira, buscando atender às necessidades específicas de cada cliente;

ab. as Cédulas Não-Vinculadas a serem colocadas pelo Unibanco representam risco de crédito similar ao CDB, LCI e Operações Compromissadas, que já são oferecidas aos clientes da instituição financeira; além disso, não haverá mercado secundário das Cédulas Não-Vinculadas, estando a sua circulação restrita, em regra, aos casos de dissolução de matrimônio, herança e ordem judicial e administrativa, tal qual é feito com o CDB<sup>(9)</sup>;

ac. o cliente que adquirir as Cédulas Não-Vinculadas contará com as proteções oferecidas a todos os clientes bancários: (i) regulação aplicável, em especial a Resolução CMN 2.878/2001, que estabelece proteções específicas aos clientes bancários; (ii) supervisão do BACEN, que zela pela solvabilidade das instituições financeiras (cumpre frisar que os fundos de investimento, diferentemente das Cédulas Não-Vinculadas, não representam risco de crédito da instituição financeira); (iii) dentro dos limites aplicáveis, pelo Código de Defesa do Consumidor, conforme recente entendimento do STF; e (iv) pela legislação civil;

ad. entendemos que a colocação de Cédulas Não-Vinculadas, na forma proposta, estaria dispensada automaticamente de registro, nos termos do art. 5.º, II, da Instrução CVM 400/03, por caracterizar colocação de lotes únicos e indivisíveis; referida dispensa automática tem por base: (i) o fato de que o valor mobiliário será colocado junto a investidor específico, que analisará o mérito do investimento; e (ii) que não haja possibilidade de formação de mercado secundário desse valor mobiliário (mesmo se ele for negociável); pois ele é uno e, assim, não haverá volume de negociação suficiente para a formação (cotação) de mercado; como a fungibilidade é característica marcante dos valores mobiliários, e condição necessária para a sua liquidez, a colocação de títulos unos e indivisíveis, que não têm fungibilidade, não precisa sujeitar-se às mesmas exigências aplicáveis à colocação de valores mobiliários que serão dispersos e negociados no mercado;

ae. conforme já exposto, as Cédulas Não-Vinculadas serão emitidas individualmente, para cada cliente do Unibanco, com valores, prazos e taxas variáveis conforme a demanda e perfil de investimento dos clientes, sem que haja a menor possibilidade de formação de mercado secundário das Cédulas Não-Vinculadas; o fato de serem emitidas em data, prazo e valores diferentes faz com que elas percam a fungibilidade; ou seja, cada Cédula tem que ser analisada pelo investidor; além disso, não é possível a formação de mercado secundário, seja pela falta de fungibilidade, seja pelas restrições à negociação que o próprio Unibanco irá impor por questões operacionais, tais como o recolhimento de tributos, que impossibilitariam, por si só, a livre circulação do título;

af. os investidores terão acesso a todas as informações sobre o Unibanco e sobre as Cédulas Não-Vinculadas e, assim, poderão tomar decisão informada de investimento; por ser sociedade de capital aberto, as informações sobre o Unibanco são públicas, sendo divulgadas em jornais e estando disponíveis no *website* do Unibanco e da CVM; pelas regras aplicáveis às instituições financeiras, inclusive a Resolução CMN 2.878/2001, todas as condições de qualquer investimento devem ser fornecidas de forma clara e direta aos clientes; além disso, a simplicidade das Cédulas Não-Vinculadas e suas semelhanças com outros investimentos (CDB, LCI e Operações Compromissadas) adquiridos habitualmente por esses investidores facilitarão muito a compreensão da natureza das Cédulas Não-Vinculadas, e a comparação de sua rentabilidade frente aos demais investimentos;

ag. em síntese, a emissão de cada Cédula representará a colocação de lote único e indivisível, ofertado a investidor específico; esse investidor não poderá negociá-la no mercado, tornando portanto a Cédula título ilíquido, que poderá ser recomprado apenas pelo próprio Unibanco, sendo transferido para terceiros apenas nos casos de dissolução de matrimônio e ordem judicial ou administrativa, tal qual é feito com o CDB;

ah. pelas características próprias da colocação das Cédulas Não-Vinculadas, entendemos que a presente emissão é elegível à dispensa automática de registro perante essa D. Comissão, nos termos do art. 5.º, II, da Instrução CVM 400/03;

### Pedidos

ai. diante do exposto, vimos solicitar a essa D. Comissão manifestação acerca da concordância ou não: (i) com a não sujeição das Cédulas Não-Vinculadas ao regime da Lei 6.385/76, ou subsidiariamente (ii) com a caracterização de dispensa automática da oferta de Cédulas Não-Vinculadas na forma pretendida pelo Unibanco.

3. Em 10/11/2006, a SRE (fls. 16), através do seu Superintendente, solicitou a manifestação da Procuradoria Federal Especializada (PFE) sobre a consulta, ao mesmo tempo em que fez as seguintes considerações:

a. entendo que é substantivo o argumento da antinomia, isto é, da contradição da lei em incluir as Cédulas no artigo 2.º, quando se trata de título que seria excluído do regime da lei por força da regra do parágrafo 2.º; esse argumento já poderia autorizar o Colegiado a interpretar a lei de forma "corretiva", deixando as cédulas de fora da nossa competência; penso que a regra de exclusão dos títulos de instituições financeiras deve predominar, pois, sob a ótica do público investidor, não há distinção entre essa cédula e os demais títulos de emissão de instituições financeiras;

- b. no entanto, o fato é que a cédula pode apresentar todas as características de um valor mobiliário, tal como os CDBs, a depender da forma como é feita a colocação; porém, títulos que são emitidos de maneira não-uniforme, apresentando características distintas (prazo, remuneração, garantias, etc.) entre si, não podem ser considerados títulos de investimento coletivo; se as condições de emissão são pactuadas individualmente, o título deixa de apresentar as características que permitem sua utilização para fins de apelo ao público; a manifestação do Unibanco, entretanto, tenta caracterizar essa qualidade como sendo uma característica intrínseca ao título, quando na verdade se trata apenas de uma forma de colocação;
- c. tenho dúvida quanto à legalidade das cédulas vinculadas, a despeito do que diz a Resolução 2.921; o art. 72 da Lei 6.404/76 afirma que as cédulas "conferirão a seus titulares direito de crédito contra o emitente, pelo valor nominal e os juros nela estipulados"; não me parece admissível que uma norma de hierarquia inferior possa ser utilizada de forma a retirar desse título um atributo previsto na própria lei, que é o direito de crédito contra o emitente, permitindo que o emitente se desobrigue do pagamento em virtude de evento relacionado ao ativo-lastro; creio que essa Resolução pode ter aplicação para ativos de natureza contratual, em que as partes têm liberdade para estipular cláusulas com essa finalidade;
- d. se as cédulas fossem lançadas de outra maneira, com características uniformes, lastreadas em uma única carteira de debêntures, admitida sua negociação no mercado secundário, tal fato as traria para a jurisdição da CVM, pois seriam fungíveis e se caracterizariam como títulos de massa;
- e. desta forma, solicito manifestação da PFE sobre o teor da consulta, para posterior submissão à apreciação do Colegiado.

4. Em 16/11/2006, o Procurador Federal Daniel Schiavoni Miller manifestou-se sobre a consulta do Unibanco (MEMO/PFE-CVM/GJU-2/N.º 493/06, fls. 18-19), aduzindo que:

- a. entendemos faltar fundamento legal para a emissão do título questionado, "cédula não-vinculada", à luz do artigo 72 da Lei 6.404/76, que cuida de cédulas vinculadas a debêntures, e da Resolução CMN 2.921/2002, que trata de operações ativas realizadas por instituição financeira;
- b. as cédulas vinculadas, desde que publicamente ofertadas, são valores mobiliários, face ao disposto no art. 2.º, IV, da Lei 6.385/76, muito embora se sujeitem a uma disciplina própria, que foge à competência desta Comissão, porquanto seja um título admitido no âmbito do mercado financeiro, sujeitando-se assim à fiscalização levada a efeito pela autoridade monetária, por força do disposto no art. 2.º, § 1.º, II, do mesmo diploma legal;
- c. no que se refere às cédulas não-vinculadas, a consultante não apresentou qualquer fundamento legal ou normativo para sua emissão; registre-se que por força do art. 72 da Lei do Anonimato, as cédulas somente poderão ser lastreadas em debêntures, não havendo qualquer tipo de previsão para emissão desses títulos sob a forma não-vinculada;
- d. da mesma forma, a citada Resolução CMN 2.921/2002 regulamenta as operações ativas vinculadas, pelo que não serve de lastro para a operação pretendida;
- e. outrossim, inviabilizado está o enquadramento no art. 2.º, XI, da Lei 6.385/76, pela ausência de padronização dos títulos ofertados, além da ausência de colocação junto ao público investidor em geral, visto que têm por destinatários investidores específicos;
- f. conclui-se que: (i) as cédulas vinculadas, desde que publicamente ofertadas, são valores mobiliários, muito embora se sujeitem ao pálio regulatório do BACEN; (ii) as cédulas não-vinculadas não encontram fundamento nem nas Leis 6.404/76 e 6.385/76, nem na Resolução CMN 2.921/2002, para sua emissão; e (iii) em virtude das considerações retro, resta prejudicada a análise à luz do disposto no art. 5.º, II, da Instrução CVM 400/03;
- g. de toda sorte, é recomendável submeter o tema ao Colegiado, intérprete autorizado das normas societárias e de valores mobiliários.

5. Em 20/12/2006, o Subprocurador-Chefe José Eduardo Guimarães Barros (PFE, Procurador-Chefe em exercício) apresentou despacho divergente ao memorando transcrito (Despacho ao MEMO/PFE-CVM/GJU-2/N.º 493/06, fls. 20-20-23), nos seguintes termos:

- a. discordo, respeitosamente, do I. Procurador Federal, bem como da observação feita pelo I. Superintendente de Registros, acerca da legalidade da emissão pretendida;
- b. analisando o art. 72 da LSA, vislumbro a plena adequação do título ora emitido ao tipo legal, independentemente da sua nomenclatura (vinculada ou não-vinculada);
- c. conforme o art. 72 da LSA, são requisitos da Cédula de Debênture: (i) a emissão por instituição financeira autorizada pelo Banco Central do Brasil a operar tal instrumento, (ii) que a cédula seja lastreada em debêntures, (iii) que a cédula possua garantia própria, (iv) que a cédula confira aos seus titulares direito de crédito contra o emitente (da cédula, ou seja, contra a instituição financeira), e (v) que na cédula estejam previstos seu valor nominal e a taxa de juros;
- d. presentes, s.m.j., tais requisitos na proposta trazida pela consultante;
- e. note-se que o rendimento da Cédula de Debênture não é, necessariamente, o mesmo previsto para a debênture; Eduardo Fortuna <sup>(10)</sup> observa, em relação a tais Cédulas, que "*seus rendimentos são autônomos, não seguindo, necessariamente, os parâmetros das debêntures que lhes deram origem*";
- f. assim, não vejo qualquer motivo para qualificar de ilegal, nessa análise preliminar, o instrumento apresentado; no tocante à Resolução CMN 2.921, parece-me, s.m.j., que a previsão normativa das operações vinculadas (em que há a vinculação entre os recursos captados e a operação ativa, bem como a subordinação da exigibilidade dos recursos captados ao fluxo de pagamentos da operação vinculada), não traz como consequência a impossibilidade de realização de operação semelhante, mas com o adicional da responsabilização direta do banco emissor (independentemente do adimplemento das obrigações constantes das debêntures), como descrito no processo *sub examine*;
- g. conforme ensina Modesto Carvalhosa<sup>(11)</sup>, sobre a função da Cédula: "*A função desse título-ponte é de possibilitar a obtenção de capital de financiamento das companhias. A concepção operacional que originou a sua criação é a da oportunidade (momento) da distribuição das debêntures emitidas. Presta-se, sobretudo, para a cobertura financeira das operações de underwriting firme e supletivo. Permite que o underwriter, verificando a posição desfavorável do mercado no momento em que planejava distribuir as debêntures, possa postergá-la para momento mercadológico mais favorável. Para tanto, a emissão de cédulas das debêntures permite que o underwriter gere caixa pela colocação de cédulas de sua própria emissão. Assim, a instituição financeira underwriter substitui a inoportuna captação direta de recursos no mercado, pela distribuição das debêntures, por sua captação indireta, através da cédula. A diferença é que, neste caso, comprometerá o seu próprio patrimônio na emissão e pagamento da cédula, reforçando a posição credora do seu tomador, comparativamente à própria debênture, cuja garantia, em princípio, repousa tão-somente no patrimônio da companhia emissora (art. 48)";*



h. concluo, assim, pela legalidade da proposta formulada;

i. não obstante, concordo com a consulente no sentido de não estar a Cédula de Debênture não-vinculada sujeita à regulamentação e fiscalização por parte da CVM, em função, especificamente, do disposto no art. 2º, § 1º, II, da Lei nº 6.385, de 1976, uma vez que a responsabilidade e o risco são integral e incondicionalmente da instituição financeira (caracterizando-a como título cambial) restando, inclusive, prejudicada a análise pretendida em relação ao art. 5º, II, da Instrução CVM nº 400, de 2003.

6. Em 03/01/2007, a SRE (fls. 24) remeteu o processo para a apreciação do Colegiado.

7. Em 12/02/2007, a pedido da Diretora Relatora, foi anexado ao processo o parecer do Dr. Luiz Leonardo Cantidiano, subscrito em 24/04/2006 e referenciado na consulta do Unibanco (fls 26-36). Em suma, o parecer aponta que:

- a. pelo exame das características da cédula, percebe-se que ela, apesar de ser emitida em série, não é destinada à negociação em mercado; com efeito, uma vez emitida, ela é alienada pelo emissor a seus clientes, em suas agências, devendo ser resgatada na data de seu vencimento, quando devem ser pagos, ao respectivo titular, os valores devidos (principal e encargos);
- b. nada impede o titular da cédula de, antes da data de seu vencimento, transferi-la a terceiro, sendo certo, no entanto, que dita transferência será processada privadamente, sem a utilização de qualquer mecanismo de mercado;
- c. considerando que a Lei 10.303/01 introduziu, no artigo 2º da lei nº 6.385/76, o parágrafo 4º, que se refere às cédulas de debêntures (até então excluídas do aludido regime), procede a dúvida levantada pelo Unibanco: saber se a emissão de cédula de debêntures deve ser objeto de registro junto à CVM ou se, ao contrário, apenas deve ser registrada dita emissão quando destinada à distribuição pública;
- d. o valor mobiliário, criado pela companhia, pode ser distribuído de forma particular (isto é, a pessoas ligadas à companhia, que não emprega qualquer dos meios descritos na lei como definidores de um esforço de venda) ou publicamente, o que ocorre quando o emissor do valor mobiliário, através de oferta dirigida à generalidade do mercado, propõe sua aquisição pelos investidores;
- e. não se justifica a CVM exigir o registro de uma emissão quando os valores mobiliários criados são destinados a um universo determinado de pessoas, com as quais a companhia já mantém vínculo; com efeito, como pode ser verificado pela simples leitura dos primeiros artigos da Instrução CVM 400/03, é exigido o registro de oferta de distribuição dirigida a investidores indeterminados, mediante a utilização de qualquer dos meios nela constantes;
- f. o art. 3º da Instrução CVM 400/03 define quais são os elementos necessários para que vendas, promessas de venda, ofertas à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedidos de venda ou subscrição de valores mobiliários, sejam consideradas como distribuição pública;
- g. de outro lado, no parágrafo 1º do mesmo dispositivo, a Instrução deixa claro que não é considerado como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, que tenha prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora; e assim procede porque, à vista do vínculo prévio que o adquirente mantém com o emissor, o órgão regulador supõe que ele (adquirente) já disponha de informações suficientes que permitam tomar uma decisão de investimento consciente;
- h. pretende o Unibanco deliberar a emissão de cédulas de debêntures, que será objeto de oferta de venda, em suas agências, a seus clientes; no que se refere à emissão dos referidos valores mobiliários, não há que se falar em emissão pública, isto porque os títulos estarão sendo criados pela citada instituição bancária, até então sem qualquer vinculação com a sua futura distribuição (ou venda);
- i. depois de emitidas, as cédulas serão oferecidas exclusivamente aos clientes do Unibanco, que já mantêm relação comercial com a referida instituição, sem que seja realizado, pelo emissor, qualquer esforço de venda do mencionado valor mobiliário junto a um público indeterminado de pessoas; de outro lado, não há intenção, de parte do Unibanco, de fazer com que as cédulas, adquiridas por seus clientes, venham a ser negociadas no mercado secundário; ou seja, depois de emitidas, as cédulas de debêntures jamais serão objeto de distribuição pública – *isto porque a venda delas será restrita aos clientes do próprio banco emissor, que com ele já mantêm relação comercial* –, não ficando sujeitas à negociação no mercado secundário;
- j. na verdade, do ponto de vista prático, o Unibanco estará procedendo de maneira absolutamente igual ao modo que opera quando da emissão de um CDB, com apenas uma diferença formal: ao invés de receber do cliente determinado valor para depósito, em troca da emissão do certificado, a referida instituição financeira estará recebendo, de seu cliente, como preço, o valor derivado da venda a ele (cliente) feita da cédula anteriormente emitida;
- k. considerando tudo que foi exposto ao longo do presente, especialmente o fato de o Unibanco não pretender destinar as cédulas de debêntures que imagina emitir à negociação em mercado, limitando-se a oferecê-las aos seus clientes, sou de opinião que não se faz necessário proceder ao registro que é estabelecido pela Instrução CVM 400/03.

É o relatório.

#### **VOTO**

1. Entendo que a colocação de cédulas de debêntures, títulos previstos no art. 72 da Lei 6.404/76 [\(12\)](#), pode sujeitar-se ao poder regulatório da CVM, já que a Lei 10.303/01 expressamente incluiu as cédulas de debêntures no rol dos valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/76:

*Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:*

*I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;*

*II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;*

*III - os certificados de depósito de valores mobiliários;*

*IV - as cédulas de debêntures;*

*V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;*

*VI - as notas comerciais;*

*VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;*

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

2. Destaco que a Lei 10.303/01 é posterior tanto à Lei 6.404/76 (que em seu art. 72 instituiu as então chamadas "cédulas de debêntures pignoratícias") quanto à Lei 9.457/97 (que modificou a redação do art. 72 da Lei 6.404/76, passando a tratar os títulos apenas como "cédulas de debêntures"), não cabendo dúvida, portanto, sobre a possibilidade de as cédulas se sujeitarem à regulação da CVM.

3. Ressalto também que a inclusão das cédulas de debêntures no art. 2.º, IV, da Lei 6.385/76 ocorreu ao mesmo tempo em que a Lei 10.303/01 manteve a disposição consignada no § 1.º da Lei 6.385/76<sup>(13)</sup>, segundo a qual estão excluídos do regime da Lei da CVM os títulos da dívida pública, bem como os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Art. 2.º (...)

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

4. Nesse sentido, não vejo antinomia, tal como pretendido pelo Unibanco, entre o art. 2.º, IV, da Lei 6.385/76 e o § 1.º, II, do mesmo art. 2.º. Pelo contrário, vejo que a Lei estabeleceu, como regra geral, que os títulos cambiais bancários não se sujeitam ao regime da Lei 6.385/76. Como regra especial, entretanto, a Lei claramente consignou a possibilidade de as cédulas de debêntures se sujeitarem à regulação da CVM.

5. Ou seja, a Lei 10.303/01 claramente deu tratamento particular às cédulas de debêntures, muito provavelmente por elas manterem estreita relação com as debêntures, títulos tradicionalmente negociados no mercado de capitais, e expressamente submetidos à supervisão da CVM, mesmo quando emitidos por instituições financeiras. Consoante a atual redação dada ao art. 72 da Lei 6.404/76 pela Lei 9.457/97, as cédulas de debêntures têm nas debêntures o lastro para a sua emissão, ainda que as debêntures não sejam prestadas como garantia das cédulas.<sup>(14)</sup>

6. Assim, parece-me inadequado o entendimento do consultante que iguala o tratamento que deve ser dado às cédulas de debêntures e aos títulos cambiais bancários em geral, eximindo sempre a colocação das cédulas da sujeição ao regime da Lei 6.385/76. Essa interpretação, a meu ver, tornaria sem sentido o art. 2.º, IV, da Lei 6.385/76, ao passo que, conforme referido, o legislador expressamente consignou a possibilidade de as cédulas de debêntures se sujeitarem à atuação regulatória da CVM.

7. Nesse passo, a identificação da sujeição ou não ao regime da Lei 6.385/76 dependerá do exame dos meios utilizados para a colocação das cédulas de debêntures, como ocorre com todos os valores mobiliários. As cédulas se sujeitarão ao poder regulatório da CVM desde que sua colocação caracterize oferta pública. Nada diferente, aliás, do que acontece às ações e às debêntures, cuja colocação pode ser pública ou privada, interessando à CVM apenas a pública. Esse, aliás, é o desenho regulatório traçado desde sempre pela Lei 6.385/76 e pela Lei 6.404/76.

Lei 6.385/76

Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

Lei 6.404/76

Art. 4º (...)

§ 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

8. Em outras palavras, há que se verificar se as cédulas de debêntures, no caso concreto, estão ou não sendo objeto de oferta pública aos investidores. Verificando-se oferta pública, entendo que as cédulas de debêntures serão valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/76. Por outro lado, não restando caracterizada oferta pública de cédulas de debêntures, a colocação será privada, não havendo que se falar de sujeição à Lei 6.385/76 ou de necessidade de prévio registro na CVM.

9. No caso concreto, o Unibanco informa que a distribuição de suas Cédulas de Debêntures será feita caso a caso, em lotes únicos, indivisíveis e junto a investidores específicos (com data, prazo e remuneração diferentes). Seguirá, portanto, o perfil de investimento de cada cliente, não existindo sequer a possibilidade de comunhão de interesses entre investidores.

10. Além disso, o Unibanco informa que não haverá mercado secundário para negociação dos títulos, pois as cédulas de debêntures terão sua negociação bloqueada na CETIP ou na BOVESPAFIX (segundo o Unibanco, a circulação ficará restrita aos casos de dissolução de matrimônio, herança e ordem judicial ou administrativa). As cédulas, portanto, serão títulos ilíquidos, infungíveis, que poderão ser negociados apenas privadamente, ou pelo próprio Unibanco.

11. Diante dessas características, que revelam que as cédulas não adquirirão as tradicionais características de títulos de investimento coletivo (fungibilidade, mercado secundário, comunhão de interesses), entendo que a venda dos títulos descrita na consulta do Unibanco não caracteriza oferta pública de cédulas de debêntures. Conseqüentemente, a colocação das cédulas, nos moldes propostos, não se sujeita ao regime da Lei 6.385/76 e, portanto, ao prévio registro na CVM. Ou, conforme as próprias palavras da SRE, "se as condições de emissão são pactuadas individualmente, o título deixa de apresentar as características que permitem sua utilização para fins de apelo ao público."<sup>(15)</sup>

12. Esclareço, todavia, que minha conclusão não se fundamenta nem no disposto no art. 5.º, II, da Instrução 400/03<sup>(16)</sup> (como pretende o consultante), nem no disposto no art. 3.º, § 1.º, da mesma Instrução 400/03<sup>(17)</sup> (como pretende o parecer do jurista Luiz Leonardo Cantidiano), mas sim na análise da colocação como um todo. Os dispositivos referidos, a meu ver, não conduzem isoladamente à conclusão de que se trata de oferta privada. Quanto ao primeiro dispositivo, vejo que o Unibanco não pretende colocar um único lote indivisível de cédulas, o que afasta a aplicação da referida regra ao caso. Quanto ao segundo dispositivo, entendo que a relação entre os bancos e seus clientes (relação geralmente de massa) não traduz a prévia relação comercial de que trata o art. 3.º, § 1.º, da mesma Instrução 400/03, cuja aplicação parece exigir maior proximidade comercial entre emissor e tomador de títulos.

13. Faço ainda notar que a presente manifestação pressupõe que sejam mantidas todas as características informadas pelo Unibanco sobre a colocação das cédulas de debêntures. Verificando-se qualquer mudança nas características da colocação, é possível que a CVM nela identifique as características

de uma oferta pública de distribuição de valores, submetendo o emissor ao regime da Lei 6.385/76, bem como ao prévio registro de emissão na CVM.

#### (Conclusão)

14. Diante do exposto, voto no sentido de responder à consulta que: a) as cédulas de debêntures, quando ofertadas publicamente, são valores mobiliários que se sujeitam ao regime da Lei 6.385/76 (art. 2.º, IV, da Lei 6.385/76); b) no caso concreto, a colocação de cédulas de debêntures, nos estritos moldes propostos pelo Unibanco, não caracteriza oferta pública de valores mobiliários, não estando sujeita, portanto, ao regime da Lei 6.385/76 e, por consequência, ao prévio registro de emissão previsto na Instrução CVM 400/03.

15. O Unibanco solicita que seja dado tratamento confidencial a esta consulta, por se tratar de produto inédito no mercado financeiro, preservando assim seu interesse comercial. Entendo que não se pode conferir esse tratamento neste caso, pois omitir a divulgação da decisão da CVM no interesse do participante, e não no interesse geral do mercado, fere o princípio da impessoalidade. Em princípio, toda decisão da CVM é pública. Quando se trata de consulta envolvendo operações a serem conduzidas por companhias abertas, por outro lado, a própria norma que trata da divulgação de informações dessas companhias — editada pela CVM — prevê a possibilidade de exceção à divulgação ampla.

16. Finalmente, sugiro que seja dado conhecimento dessa decisão ao Banco Central do Brasil, cabendo à CVM, nesta oportunidade, sugerir à referida autarquia que seja revisitada a legislação que trata das cédulas de debêntures, em especial a Circular BACEN 1.967/91, já que o referido normativo ainda trata de "cédulas de debêntures pignoratícias", em desconhecimento portanto com a nova redação do art. 72 da LSA, dada pela Lei 9.457/97.

Rio de Janeiro, 26 de fevereiro de 2007.

Maria Helena Santana

Diretora-Relatora

(1) Rodapés 1 a 9 transcritos a partir da consulta do Unibanco: "Com a reforma da lei das sociedades por ações, levada a efeito no ano de 1976, foi introduzida em nosso sistema a cédula pignoratícia de debêntures, modalidade de título que não estava contemplada no Decreto-Lei 2.627/1940, e que teve suas características disciplinadas pelo artigo 72 da Lei n.º 6.404/76.

Posteriormente, quando da mini reforma da lei n.º 6.404/76, efetivada através da lei n.º 9.457/1997, foi alterada a redação do referido dispositivo. Conforme salienta a doutrina, as alterações feitas decorreram de equívoco constante da redação original do aludido art. 72, na medida em que não excepcionava a regra geral estabelecida no art. 768 do Código Civil, que obrigava a entrega ao credor (titular da cédula) do objeto dado em penhor (a debênture). (Modesto Carvalhosa, Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, V. I, Saraiva, São Paulo, p. 707; José Edwaldo Tavares Borba, Direito Societário, Renovar, 6.ª edição, p. 269).

Dito equívoco foi corrigido quando da promulgação da lei n.º 9.457/1997, que modificou a redação do art. 72, de modo a deixar explicitado que a debênture deixaria de ser utilizada como garantia pignoratícia da cédula, servindo apenas de lastro financeiro daquele título, sendo certo que deve a instituição emitente da cédula apresentar garantia própria em favor de seus titulares.

Conforme está explicitado no art. 72 da lei das sociedades por ações (com a redação que lhe foi dada pela Lei n.º 9.457/1997), a cédula é um valor mobiliário de emissão de instituição financeira — autorizada pelo Banco Central do Brasil a efetuar esse tipo de operação [A Carta Circular do BACEN 1.967/91 autorizou os bancos múltiplos, os bancos comerciais, os bancos de investimento e os bancos de desenvolvimento a emitir as cédulas] — que confere a seu titular direito de crédito contra o emitente, pelo valor nominal, acrescido de juros nela estipulados e, se for o caso, de correção monetária.

Os valores devidos ao titular da cédula (principal e encargos) devem ser pagos na data de vencimento, que é estabelecida no próprio certificado.

Vê-se portanto que a cédula é um título de dívida de emissão de instituição financeira, semelhante ao Certificado de Depósito Bancário (CDB) — título de crédito, físico ou escritural, emitido pelos bancos comerciais e representativo de depósitos a prazo feitos pelo cliente —, estando o banco emissor obrigado a pagar, ao final do prazo contratado, a remuneração prevista.

A cédula, como visto, é um título de dívida, de emissão de uma das instituições referidas na nota de rodapé n.º [4], lastreada em debêntures de que o emissor é titular, contando com garantia própria da emissora.

Segundo a lição de Modesto Carvalhosa, 'as cédulas constituem um direito de crédito do titular diante da instituição financeira que as emitiu, tendo como causa a emissão das debêntures que lhe servem de lastro' (obra citada, página 716)."

(2) "Devido à proibição do endosso parcial de título de crédito."

(3) "Exemplo típico são as condições existentes em Cédulas de Crédito Bancário; Notas de Crédito Rural, Comercial ou Industrial; Certificado de Depósito em geral; bem como nas Debêntures. Todos esses títulos são considerados espécies de títulos cambiais. Na nomenclatura de Pontes de Miranda, em seu Tratado de Direito Privado, Tomo 36, são títulos cambiariformes (com forma de título cambial). Sujeitam-se ao regramento dos títulos cambiais estrito senso (letra de câmbio e nota promissória), porém não necessariamente têm todas as características desses títulos. Por exemplo, na letra de câmbio e na nota promissória, há promessa pura e simples de pagamento. Nas Cédulas de Crédito Bancário, tal qual nas Cédulas de Debêntures, há necessariamente promessa de pagamento, mas essa promessa não precisa ser pura e simples: ela pode ser condicional."

(4) "Art. 35, inciso I, da Lei 4.595/64."

(5) "Instituições financeiras não podem emitir debêntures, conforme o artigo 35, inciso I, da Lei 4.595/64, mas as empresas de leasing podem emitir debêntures, conforme Decisão Conjunta do BACEN e da CVM n.º 13, art. 1.º, parágrafo único."

(6) "Empresas de leasing não podem captar recursos por meio de depósito à vista ou de depósito a prazo."

(7) Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:

I - de que trata a Instrução CVM nº 286, de 31 de julho de 1998, que dispõe sobre alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público e dispensa os registros de que tratam os arts. 19 e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, nos casos que especifica;

II - de lote único e indivisível de valores mobiliários ;

(8) "Essa oferta pública seria teoricamente possível, porém as Cédulas, desenhadas pelo legislador e pelo regulador como produto bancário, não apresentam os atributos necessários para colocação pública: i) não há agente fiduciário que represente a coletividade dos investidores; ii) não há escritura única de emissão, o que tornaria a colocação pública difícil."

(9) "A despeito do previsto no art. 30, § 2.º, da Lei 4.728/65."

(10) *In Mercado Financeiro*. 16ª Edição. Rio de Janeiro, Qualitymark, 2005. P. 173.

(11) *In Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 1º volume. 4ª Edição, Saraiva, 2002. Pág. 832. Grifos da transcrição.

(12) Art. 72. As instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central do Brasil a efetuar esse tipo de operação poderão emitir cédulas lastreadas em debêntures, com garantia própria, que conferirão a seus titulares direito de crédito contra o emitente, pelo valor nominal e os juros nela estipulados.

§ 1º A cédula será nominativa, escritural ou não.

§ 2º O certificado da cédula conterá as seguintes declarações:

- a) o nome da instituição financeira emitente e as assinaturas dos seus representantes;
- b) o número de ordem, o local e a data da emissão;
- c) a denominação "Cédula de Debêntures";
- d) o valor nominal e a data do vencimento;
- e) os juros, que poderão ser fixos ou variáveis, e as épocas do seu pagamento;
- f) o lugar do pagamento do principal e dos juros;
- g) a identificação das debêntures-lastro, do seu valor e da garantia constituída;
- h) o nome do agente fiduciário dos debenturistas;
- i) a cláusula de correção monetária, se houver;
- j) o nome do titular;
- l) o nome do titular e a declaração de que a cédula é transferível por endosso, se endossável.

(13) A redação do atual § 1.º do art. 2.º da Lei 6.385/76 apenas repete a redação original do art. 2.º, parágrafo único, II, da Lei 6.385/76, cuja transcrição segue abaixo:

Art. 2.º (...)

Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

(14) Não foi adotada, neste voto, a nomenclatura de que se utiliza o Unibanco em sua consulta ( *cédulas de debêntures vinculadas* e *cédulas de debêntures não-vinculadas*), porquanto a referida nomenclatura não consta de nenhum ato normativo, seja legal ou regulamentar.

(15) A SRE ainda acrescenta com razão a seguinte observação: "A manifestação do Unibanco, entretanto, tenta caracterizar essa qualidade como sendo intrínseca ao título, quando na verdade se trata apenas de uma forma de colocação. (...) Se as cédulas fossem lançadas de outra maneira, com características uniformes, lastreadas em uma única carteira de debêntures, admitida sua negociação no mercado secundário, tal fato as traria para a jurisdição da CVM, pois seriam fungíveis e se caracterizariam como títulos de massa."

(16) Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:

- II - de lote único e indivisível de valores mobiliários;

(17) Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

§1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.