

Interessado: Oliveira Trust DTVM S.A.

Diretor Relator: Sergio Weguelin

RELATÓRIO

Resumo

1. O processo divide-se em duas partes:
 - i. o recurso interposto por Oliveira Trust DTVM S.A. ("**Administrador**" ou "**Recorrente**") contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("**SRE**") que indeferiu o registro automático de funcionamento e distribuição de cotas de fundo de investimento em direitos creditórios administrado pelo Recorrente; e
 - ii. consulta da SRE sobre a interpretação do art. 1º, § 1º, II, da Instrução CVM nº 444.

O Indeferimento do Registro

2. **Formato Original do Fundo.** Em 01.07.08, o Administrador solicitou registro automático do fundo BI Capital Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Financeiros ("**Fundo**") e da oferta de suas cotas, com base na Instrução CVM nº 356. A oferta compreenderia entre 720 e 800 cotas, com valor unitário de R\$ 25.000,00, perfazendo o valor total de até R\$ 20.000.000,00.
3. O fundo tinha por objetivo captar recursos para a aquisição de direitos creditórios a serem cedidos pela BI Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, devidos pela Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo ("**Sabesp**"), oriundos de contrato por meio do qual o Município de Caraguatatuba concedeu empréstimo à Sabesp para execução de obras de saneamento básico neste município.
4. **Controvérsia sobre a Aplicação da Instrução CVM nº 444.** Em 10.07.08, a SRE informou ao Administrador que o Fundo não faria jus ao registro automático porque os direitos creditórios em questão enquadravam-se no art. 1º, §1º, II, da Instrução CVM nº 444. Por conta desta interpretação, a SRE fez ainda outras exigências previstas neste normativo.
5. Não se conformando com a decisão da SRE, em 17.07.08, o Administrador reiterou seu pedido de registro automático, acompanhado de parecer jurídico e de parecer do Tribunal de Contas do Estado de São Paulo. Em seu entendimento, os direitos creditórios a serem adquiridos pelo Fundo não se enquadravam no dispositivo apontado pela SRE porque a Sabesp é uma sociedade de economia mista e a cedente é uma instituição privada.
6. Sem se influenciar pelos argumentos e documentos apresentados pelo Administrador, a SRE manteve sua posição e formulou exigências ao Fundo tendo por base o disposto na Instrução CVM nº 444. O prazo fixado para atendimento destas exigências foi o dia 28.08.08.
7. Porém, a sujeição ou não do Fundo à Instrução nº 444 não é o objeto do recurso. Isso porque, antes de expirado o prazo de atendimento das exigências, o Administrador promoveu alterações no regulamento, prospecto e anúncio de início, mas o fez de modo a adaptar o Fundo a um novo formato.
8. **Novo Formato do Fundo.** Em razão das modificações implementadas, o Fundo passou a ter por objetivo a aquisição de direitos creditórios "performados" oriundos de (i) contratos de prestação de serviços, compra e venda mercantil e/ou fornecimento de bens e equipamentos celebrados por Petróleo Brasileiro S.A. ("**Petrobrás**") e seus fornecedores; ou (ii) títulos de crédito sacados contra a Sabesp (1).
9. **Decisão Recorrida.** Porém, em 12.09.08, a SRE indeferiu os registros pleiteados pelo Administrador, invocando o art. 16, II, da Instrução CVM nº 400, por considerar que as características básicas do Fundo haviam se alterado, tendo em vista:
 - i. a substituição do único cedente, BI Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, por cedentes não especificados, que sejam fornecedores de bens ou prestadores de serviços à Petrobrás ou credores diversos da Sabesp; e
 - ii. a mudança dos direitos creditórios passíveis de aquisição, referida no item 9 acima.
10. Foi contra esta decisão que o Administrador interpôs o presente recurso.
11. **Recurso.** Os argumentos do recorrente são, em resumo, os seguintes:
 - i. O fundamento normativo do indeferimento apresentado pela SRE não condiz com a justificativa apresentada – o art. 16, II, da Instrução CVM nº 400 prevê o indeferimento do pedido de registro "quando não forem cumpridas as exigências formuladas pela CVM, nos prazos previstos nesta Instrução" e, no caso, as exigências foram cumpridas tempestivamente.
 - ii. A alteração das características básicas do Fundo não pode servir como motivação para o indeferimento do pedido, pois a própria legislação admite que sejam feitas alterações, ainda que substanciais, nos documentos pertinentes ao registro. O remédio para esta situação está previsto na própria norma: a extensão dos prazos de análise.
 - iii. Nada impediria que o Fundo fosse aprovado em seu modelo original e, em seguida, o Recorrente procedesse às alterações devidas, bastando apenas a aprovação da Assembleia Geral de Cotistas. Isto, no entanto, apenas exporia todas as partes envolvidas, em especial os investidores, a custos e riscos desnecessários.
- IV. O art. 16, § 1º, da Instrução CVM nº 400 (2) obriga a CVM a conceder prazo para que vícios sanáveis sejam supridos. Trata-se de regra imperativa, de sorte que o ato administrativo que pretendeu afastá-la é carente de motivação e, portanto, nulo, como prevê o art. 50 da Lei 9.784.

- v. As modificações na oferta poderiam ser acolhidas com base no art. 25, § 3º, da Instrução CVM nº 400, porque foram no sentido de melhorá-la em favor dos investidores, já que "nada seria pior que a colocação de cotas de um fundo destinado a ser liquidado pela impossibilidade de enquadramento de sua carteira".
12. Com base nestes argumentos, o Recorrente requer: (i) a concessão do registro; ou (ii) a concessão de prazo adicional para suprir vícios sanáveis que eventualmente haja.
13. **Posição da SRE.** Após analisar as razões do recurso, a SRE basicamente manteve a decisão recorrida por seus próprios fundamentos. A essência de sua manifestação é a seguinte:
- Não se nega a tempestividade da manifestação do Recorrente. Mas é justamente a análise dos documentos então apresentados que revela que se trata de um novo fundo de investimento em direitos creditórios, tendo em vista as mudanças nas características fundamentais que distinguem os fundos entre si.
 - Sendo um novo fundo, seria necessário o pagamento de uma nova taxa de fiscalização para sua análise.
 - Não há vícios sanáveis – os vícios resultam do fato de tratar-se de um novo fundo de investimento. O que há é uma tentativa de aproveitamento da Taxa de Fiscalização já paga.
 - A decisão recorrida não fere o art. 50 da Lei 9.784 porque enuncia claramente sua motivação – modificação das características básicas do Fundo.
14. Ainda em sua manifestação, a SRE aproveita o contexto do recurso para formular uma consulta ao Colegiado sobre o art. 1º, § 1º, II, da Instrução CVM nº 444.

Consulta da SRE sobre a Interpretação do art. 1º, § 1º, II, da Instrução CVM nº 444.

15. O dispositivo prevê o seguinte:

Art. 1º (...)

§ 1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios:

II – decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;

16. A SRE deseja esclarecer o termo "decorrentes", que até então vem sendo por ela interpretado a partir de seu sentido dicionarizado (isto é, que decorre, que se origina).
17. Aplicando a interpretação da SRE ao caso, chegar-se-ia à conclusão de que, independentemente de terem sido cedidos previamente a companhia securitizadora privada, tais direitos creditórios ainda assim seriam decorrentes de receitas públicas, portanto enquadrados na Instrução CVM nº 444.

VOTO

18. A preocupação da SRE em evitar o "aproveitamento" da Taxa de Fiscalização é compreensível e deve ser acolhida. Não faz sentido duplicar o serviço ou o exercício do poder de polícia que justificam a incidência da taxa sem a correspondente elevação do tributo.
19. Tal duplicação ocorre sempre que houver alteração substancial de principal. Havendo modificação na essência daquilo que foi submetido à análise da área de registros, esta se vê obrigada a voltar ao ponto de partida e tornar a analisar a nova documentação apresentada da mesma forma como o faria em relação a um novo pedido de registro. No meu entender, as modificações efetuadas pelo recorrente não se resumem a alterações formais ou acessórias que justifiquem o entendimento de que se estaria apenas suprimindo os vícios sanáveis de uma estrutura pré-analisada.
20. Também entendo que as alterações promovidas não se enquadram no artigo 25 da Instrução CVM nº 400/03, aludido pelo recorrente, que trata da possibilidade de se pleitear a modificação da oferta com concessão de prazo adicional para a sua análise. O referido artigo dispõe sobre alterações substanciais, posteriores e imprevisíveis, que acarretem a elevação de riscos substanciais para a oferta, o que, a meu ver, não se aplica ao caso de modificação na estrutura da operação.
21. Por tais razões, voto pelo indeferimento do recurso.
22. Quanto à consulta sobre o art. 1º, § 1º, II, da Instrução CVM nº 444, a leitura que a SRE propõe para o termo "decorrente" teria o efeito de fazer com que qualquer direito creditório, tendo surgido como receita pública, só pudesse ser adquirido por fundos não-padronizados, ainda que o fundo não os tenha adquirido diretamente do ente público que o originou.
23. É correta esta interpretação, a meu sentir. Não apenas porque atende o comando literal do dispositivo, mas também porque atende a finalidade da Instrução que é dar tratamento singularizado a créditos que têm em sua natureza um fator de risco preponderante.
24. Um crédito que deriva de receita pública sujeita-se a regime jurídico distinto dos créditos em geral, inclusive no tocante à validade de sua cessão, que é o que justifica a restrição a que apenas fundos de direitos creditórios não-padronizados possam adquiri-los. O fato de a aquisição ocorrer após prévia cessão a instituição securitizadora não afasta este risco: se inválida a cessão para esta instituição, os reflexos serão sentidos pelo fundo e, conseqüentemente, por seus cotistas.
25. Assim, entendo que a SRE deve manter a interpretação que vem adotando para o art. 1º, § 1º, II, da Instrução CVM nº 444.

Rio de Janeiro, 11 de novembro de 2008.

Sergio Weguelin

Diretor Relator

adquiridos pelo Fundo deverão não se enquadrar em nenhuma das hipóteses do art. 1º, § 1º, da Instrução CVM nº 444.

[\(2\)](#) Art. 16. (...)

§ 1º Preliminarmente ao indeferimento, a CVM enviará ofício à instituição líder, com cópia para o ofertante, concedendo-lhe a oportunidade de suprir os vícios sanáveis, se houver, no prazo de 10 (dez) dias úteis do recebimento do ofício ou no restante do prazo que faltar para o término de análise, o que for maior (grifo do Recorrente)