

Interessado: ECO Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio

Assunto: Recurso contra decisão da SRE, que indeferiu pedido de distribuição de CRA com esforços restritos com dispensa de contratação de instituição intermediária.

Diretora Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Relatório

1. Trata-se de recurso contra decisão da Superintendência de Registros ("SRE") que negou pedido protocolado pela ECO Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio ("ECO" ou "Recorrente") para a dispensa de contratação de intermediário do sistema de distribuição de valores mobiliários para a distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio (CRA), quando a oferta for com esforços restritos nos termos da Instrução CVM Nº 476/09 e a emissão de CRAs for em consonância com o art. 9º da Instrução CVM Nº 414/04.
2. A ECO protocolou consulta na CVM em 10/05/2011 (Processo RJ2011/5445), motivada pelo "conflito aparente de normas envolvendo o artigo 9º da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 414, de 30 de dezembro de 2004, aplicáveis às emissões de CRA nos termos do Comunicado CVM de 21 de novembro de 2008, e o artigo 2º da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009" (fl. 01 do Processo RJ2011/5445).
3. No entendimento da ECO "apesar do artigo 9º da Instrução CVM 414/04 [1] admitir a dispensa de participação de instituição intermediária para a distribuição de determinadas ofertas de CRAs, nos termos da Instrução CVM 400/03; o artigo 2º da Instrução CVM 476/09[2] contempla a obrigatoriedade de participação dessas instituições para todas as ofertas públicas realizadas com esforços restritos".
 4. Para a Recorrente, haveria incongruência entre estas normas, pois: "(i) determinadas ofertas de CRAs sem esforços restritos e que podem ser destinadas para investidores de varejo, nos termos da Instrução CVM Nº 414/04 e da Instrução CVM Nº 400/03, podem ser realizadas sem que haja a participação de intermediário financeiro e (ii) todas as ofertas de CRAs com esforços restritos, que são voltadas exclusivamente para investidores qualificados, nos termos da Instrução CVM Nº 476/09, exigem a participação de intermediários do sistema de distribuição de valores mobiliários" (ênfase do Recorrente).
 5. Por fim, a ECO solicitava manifestação desta Autarquia sobre a possibilidade de realização de uma oferta pública de CRA com esforços restritos nos termos da Instrução CVM nº 476/09 com dispensa da intermediação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, quando a emissão de CRA apresentasse qualquer uma das características abaixo:

"(a) for de importância não superior à R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais);

(b) seja objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores; ou

(c) possua valor unitário igual ou superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), e seja objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais do que 20 (vinte) investidores."
 6. Em 18/10/2011, a SRE respondeu a ECO por meio do Ofício 1143/2011. No entendimento da SRE inexistente "conflito entre as normas, uma vez que a Instrução CVM 414 e a Instrução CVM 476 tratam de ritos ordinários próprios a serem respeitados à medida que a oferta pública se molda aos termos de uma ou outra Instrução, cabendo ao ofertante adotar o procedimento que entender ser o mais adequado à oferta pública que deseja promover".
 7. O Ofício concluía pela "impossibilidade de se dispensar a contratação de instituição intermediária nas ofertas públicas de distribuição de CRA com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476, em qualquer hipótese, entre as quais as elencadas pela Recorrente (itens "a" a "c" acima), uma vez que tal contratação é exigida por força do art. 2º da referida norma".
 8. Inconformada com a posição da SRE, a ECO recorreu a este Colegiado, alegando ainda a falta de razoabilidade da decisão da SRE (fls. 12/17).

Voto

9. Inicialmente, é importante lembrar que a Instrução CVM Nº 414 dispõe sobre os certificados de recebíveis imobiliários (CRI), mas é aplicável às emissões de CRA nos termos da decisão do Colegiado de 18/11/2008 que aprovou proposta da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) para que o disposto sobre os CRIs fosse aplicável aos CRAs.
10. A meu ver, não há conflito de normas. É preciso entender a lógica dos dispositivos e o que pretende o Regulador em seu papel de proteger os destinatários das ofertas **públicas** de valores mobiliários. Pelo desejo da Recorrente, ela poderia "realizar uma emissão privada de CRA", já que tem acesso direto aos investidores de CRA, mas que isso "não é possível de ser feito atualmente tendo em vista que a atual regulamentação de registro de operações da CETIP não permite a realização de emissões privadas para esse ativo (somente ofertas públicas, com ou sem esforços restritos)" (fl. 15).
11. É fundamental que o Recorrente entenda que tanto a Instrução CVM Nº 414 quanto a Instrução CVM Nº 476 regulam ofertas **públicas** de valores mobiliários. Há todo um aparato legal, composto pelas leis 6.476/76 e 6.385/76 e as várias instruções da CVM que buscam proteger o destinatário da oferta pública de valores mobiliários.
12. O Recorrente procura arbitrar os chamados "descontos regulatórios" das duas normas. Assim, ele busca combinar o sistema da oferta pública com esforços restritos, previsto na Instrução CVM Nº 476, com a dispensa pela Instrução CVM Nº 414 da participação de instituição intermediária para emissões até R\$ 30 milhões ou que atendam ao disposto nos incisos I e II do §4º do art. 5º da Instrução CVM Nº 414. Isto não é possível, pois seria incoerente com o propósito de cada uma das normas. Se não vejamos.

13. A Instrução CVM Nº 414 permite a realização de oferta sem a participação de intermediário, mas mantendo a exigência de registro na CVM da emissão quando a oferta for considerada pequena (menos de R\$ 30 milhões) ou quando:
- o público destinatário for formado por sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, seus administradores e acionistas controladores, sendo vedada a negociação em mercado secundário, ou
 - o valor unitário seja superior a R\$ 1 milhão e a oferta não seja subscrita por mais de 20 investidores.
14. O registro da oferta do CRA exige as informações do Anexo I da Instrução CVM Nº 414, que incluem informações sobre espécie de garantia; descrição da garantia real; data da compra e vencimento do crédito; nome do devedor; coobrigação; instituição custodiante; relatório da agência de risco para emissões com valor nominal unitário menor que R\$ 300 mil, etc. Como de praxe, o processo de registro envolve a análise pela área técnica da CVM do material que será utilizado na oferta a fim de verificar a qualidade e suficiência da informação prestada. Nesse sentido, o art. 15 da Instrução CVM Nº 400, aplicável às ofertas feitas com base na Instrução CVM Nº 414^[4], explicita que a concessão do registro "baseia-se em critérios formais de legalidade e não envolve qualquer garantia quanto ao conteúdo da informação, à situação econômica ou financeira do ofertante ou da emissora ou à sua administração, à viabilidade da oferta ou à qualidade dos valores mobiliários ofertados".
15. Já a Instrução CVM Nº 476 dispensa o registro na CVM, mas exige a participação do intermediário cujos deveres incluem (art. 11): (i) exercer diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes e suficientes para que os investidores possam tomar uma decisão informada; (ii) divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores; (iii) certificar-se de que os investidores são qualificados e têm conhecimento e experiência no mercado financeiro; (iv) certificar-se que o investimento é adequado para aquele investidor; e (v) obter declaração do investidor dando ciência que a oferta não foi registrada na CVM e que os valores mobiliários têm restrição à negociação no mercado secundário.
16. Como se pode facilmente observar, o registro da emissão na CVM e o papel do intermediário financeiro têm um fim em cada uma das normas e servem para assegurar que determinadas informações cheguem de forma íntegra aos investidores. Observe-se também que dentre os deveres da instituição intermediária está o de se assegurar que o investidor é qualificado. Se este intermediário não participa da oferta pública, como assegurar-se de que este é o caso? Se não há registro na CVM e não há um intermediário, como assegurar minimamente que as informações prestadas pelo emissor foram analisadas por terceiros?
17. A Instrução CVM Nº 476 prevê a dispensa do registro na CVM para ofertas destinadas a um número restrito de investidores qualificados, que presumidamente tem "condições de avaliar as informações prestadas e os riscos envolvidos"^[5]. Embora tenha entendido que nas ofertas com esforços restritos destinadas a investidores qualificados a CVM poderia se eximir de realizar uma análise prévia sobre a qualidade e suficiência da informação prestada, a Instrução CVM Nº 476 manteve a exigência de participação de intermediários, por considerá-los "os principais garantidores do acesso dos investidores às informações^[6]". Por outro lado, a Instrução CVM Nº 414 em nenhum momento dispensa o registro, pois o seu art. 4º dispõe: "A oferta pública de distribuição de CRI só pode ser iniciada após a concessão de registro e estando o registro de companhia aberta da companhia securitizadora atualizado". Em suma, quando se dispensa o registro tal como na Instrução CVM Nº 476 (o que não é o caso da emissão pública de CRAs) não se pode dispensar a presença do intermediário financeiro.
18. A ECO pode, portanto, dirigir a sua oferta para investidores qualificados, sob o regime de esforços restritos, dispensando o registro na CVM tal como previsto no inciso VII, § 1º do art. 1º da Instrução CVM Nº 476. Alternativamente ela pode seguir o regime da Instrução CVM Nº 414, fazendo o registro na CVM e, nos termos do art. 9º dispensar a participação do intermediário financeiro. Neste último caso, a ECO estará dispensada de contratar intermediário, mas estará sujeita ao registro e às limitações de valor ou destinatários da oferta pública do art. 9º.
19. Conforme bem apontado pela SRE, não há nenhum conflito entre as normas. A ECO deve escolher sob qual das instruções prefere fazer a sua oferta pública, mas não pode combinar os "descontos regulatórios" previstos nas normas, pois colocaria em risco a proteção oferecida pelo regulador aos destinatários da oferta pública.
20. Finalmente, quanto à alegação de falta de razoabilidade por parte desta Autarquia, entendo que a CVM agiu em estrito atendimento ao princípio da razoabilidade quando: editou a Instrução CVM Nº 476 para reduzir os custos das ofertas públicas de esforços restritos prevendo a dispensa do registro, mas exigindo a presença do intermediário; e (ii) permitiu a dispensa de intermediário (mas não do registro na CVM) em determinadas emissões de CRA. A CVM agiu em harmonia com o disposto nos incisos I e IV do art. 4º da Lei 6.385/76 que tratam das atribuições da CVM para estimular o mercado de capitais e, ao mesmo tempo, proteger os investidores^[7].
21. Pelo exposto acima, acompanho a SRE e indefiro o pedido da Recorrente.

Rio de Janeiro, 05 de março de 2013

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes
Diretora Relatora

^[1]Art. 9º A oferta pública de distribuição de CRI será realizada com observância do disposto na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, sendo dispensada a participação de instituição intermediária nas ofertas públicas de distribuição de CRI para captação de importância não superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de Reais), ou que atendam ao disposto nos incisos I ou II do §4º do art. 5º desta Instrução.

^[2]Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

^[3]§4º Relativamente às sociedades empresariais responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos créditos imobiliários que lastreiam a emissão dos CRI, serão dispensados o arquivamento na CVM e a elaboração de demonstrações financeiras na forma prevista no inciso III do §1º deste artigo, desde

que os CRI: I – sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada a negociação dos CRI no mercado secundário; ou II – possuam valor unitário igual ou superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de Reais), e sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais do que 20 (vinte) investidores.

[4] Segundo o art. 7º da Instrução CVM Nº 414, o pedido de registro de oferta pública de distribuição feito com base naquele normativo observará o disposto na Instrução CVM nº 400, ressalvadas as disposições daquela Instrução.

[5] Edital de Audiência Pública Nº 05/2008, que resultou na Instrução CVM Nº 476/2009.

[6] Item 5.8 (pág. 12) do Relatório de Análise SDM sobre a Audiência Pública nº 05/2008, divulgado quando da edição da Instrução CVM Nº 476.

[7] Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; (...) IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado (...).