



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 8/2018-CVM/SRE

Rio de Janeiro, 21 de junho de 2018.

Ao SGE

**Assunto: Pleito de dispensa de requisitos no âmbito de oferta pública de debêntures de emissão da Oi S.A. - em Recuperação Judicial e da Telemar Norte Leste S.A. - em Recuperação Judicial, em rito de esforços restritos.**

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata-se de pedido de dispensa de requisitos ("Pleito") no âmbito de oferta pública, a ser conduzida sob o rito da Instrução CVM nº 476/09 ("ICVM nº 476/09" ou "Instrução de Oferta sob Esforços Restritos"), de Debêntures de emissão da Oi S.A. - em Recuperação Judicial ("Oi") e da Telemar Norte Leste S.A. - em Recuperação Judicial ("TNL" e em conjunto "Requerentes"), pedido protocolado em 25/04/2018 e que solicita a aplicação subsidiária das regras de dispensa de requisitos previstas pela Instrução CVM nº 400/03 ("ICVM nº 400/03"), notadamente em seu art. 4º, para a apreciação do pleito em questão.

### **DO PEDIDO**

2. Os Requerentes esclarecem que no âmbito do Plano de Recuperação Judicial da Oi e suas subsidiárias ("PRJ"), homologado em fevereiro último, uma das formas de reestruturação de créditos conferidas aos credores quirografários, exceto os credores detentores de bonds, os fornecedores e os credores com ações judiciais, foi a subscrição de debêntures, até o limite máximo de R\$ 10.000.000.000,00, a serem distribuídas publicamente, nos termos das cláusulas 4.3.1.2 (a) e 4.3.1.2.1 do PRJ, opção incluída na denominada "Opção de Reestruturação I". Tal opção de reestruturação de créditos contemplava ainda a possibilidade de conversão dos mesmos em financiamento bilateral ou a subscrição das mesmas debêntures, sob distribuição privada, e estabelece que a reestruturação sob as condições contidas em tal opção deverá acontecer em até 6 meses da data de homologação do PRJ.

3. Alega a Oi que o conjunto de opções de reestruturação de dívida, bem como os instrumentos previstos nas opções, foram uma das exigências no âmbito da negociação do plano de recuperação "uma vez que alguns credores não poderiam subscrever debentures

privadas, ou serem partes de financiamentos".

4. Após a formalização da escolha por parte dos credores elegíveis, 10 credores das Requerentes, todos investidores profissionais, optaram por receber seus créditos através da oferta pública de Debêntures de emissão da Oi e da TNL, conforme emissores das respectivas dívidas originais, descritas na Opção de Reestruturação I do PRJ. À luz de tal opção, considerando que a Telemar Norte Leste S.A. - em Recuperação Judicial se trata de sociedade anônima de capital fechado e que, no âmbito do processo de recuperação judicial, a hipótese de abertura de capital, ainda que na categoria B, foi avaliada pelas Requerentes como muito custosa, o rito compatível para as ofertas em questão seria aquele previsto pela Instrução CVM nº 476/09, oferta pública sob esforços restritos.

5. Deste modo, em relação às distribuições da 12ª Emissão de Debêntures Simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, em série única da Oi e da 6ª Emissão de Debentures Simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, em série única da TNL (em conjunto "Debêntures"), as requerentes solicitam as seguintes dispensas: (a) de elaboração e publicação do anúncio de início e do anúncio de encerramento da distribuição das Debêntures, previstos nos arts. 7º-A e 8º, respectivamente; e (b) da contratação de instituição financeira integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, conforme prevê o artigo 2º da Instrução CVM nº 476/09.

6. As Requerentes justificam o pleito da dispensa conforme a seguir transcrito:

*a) As debêntures estão sendo emitidas no âmbito de um processo de recuperação judicial das Recuperandas, somente podendo ser subscritas com créditos devidos contra as Recuperandas, esses créditos especificamente listados no Plano;*

*b) Não haverá direito de preferência para os acionistas das Recuperandas na subscrição das Debêntures, de modo que os futuros subscritores das debêntures serão necessariamente os atuais credores das Recuperandas;*

*c) Os futuros debenturistas são credores abrangidos e subordinados ao Plano, já detendo substancial conhecimento (a) das Recuperandas; (b) dos fatores de risco relacionados às Recuperandas; e (c) dos termos e condições das Debêntures já contidos no Plano;*

*d) As Recuperandas não realizarão esforços de venda das debêntures junto a terceiros, uma vez que, considerando o já exposto, nos termos do Plano, as Debêntures são destinadas somente aos credores das Recuperadas listados no Plano;*

*e) Todos os subscritores das Debêntures são credores listados no Plano, sendo então investidores com prévia relação creditícia com as Emissoras. Nesse sentido, cabe ressaltar que a dispensa de requisitos por conta de investidores com relação prévia com a emissora, inclusive quando emitidas no âmbito de um processo de reestruturação financeira, como é o presente caso, já foi objeto de análise pela CVM, como por exemplo no Processo Administrativo CVM nº 2004/4376 e Processo CVM Nº RJ/2004/3443;*

*f) As ofertas das Debêntures representarão uma mera substituição dos créditos listados no Plano por estes novos valores mobiliários a serem emitidos;*

*g) A estrutura das presentes ofertas apresenta diversas características típicas de ofertas sem registro ou com esforços restritos perante a CVM; e*

*h) Considerando que as ofertas devem ser públicas, cabe ressaltar que não seria possível realizá-las através dos procedimentos previstos na Instrução CVM 400/03, uma vez que a Telemar não possui registro de companhia aberta perante a CVM, restando a opção das ofertas com esforços restritos da Instrução CVM nº 476/09.*

7. Finalmente as Requerentes recorrem às decisões proferidas nos Processos CVM nº RJ-2015/9137 e Processo CVM nº 19957.005989/2017-23, os quais trataram de dispensas aprovadas, de registro e de requisitos informacionais, em ofertas registradas que

apresentavam características presentes na Instrução CVM nº 476/09, para que seja aplicada subsidiariamente a ICVM nº 400/03, e suas dispensas, nas ofertas para investidores profissionais das Debêntures no âmbito do PRJ, a ser conduzida sob o rito da ICVM nº 476/09 considerando que a TNL se trata de companhia de capital fechado.

## **DA APRECIÇÃO DO PLEITO**

8. Inicialmente, a respeito da solicitação de aplicação subsidiária das dispensas previstas na ICVM nº 400/03 em relação à oferta a ser conduzida sob o rito da ICVM nº 476/09, em razão desta não prever hipóteses de dispensas de requisitos, apontamos que nos termos do art. 5º desta última norma, afasta-se a aplicabilidade da Instrução CVM nº 400/03 ao rito disciplinado pela Instrução CVM nº 476/09, exceto nos casos expressamente previstos, dentre os quais não constam as hipóteses de dispensas contidas no art. 4º daquela norma.

9. Entretanto, por meio dos incisos I e II do §5º do art. 19, a Lei nº 6.385/76 ("Lei") confere à CVM competência para definir hipóteses nas quais o registro de distribuição pública de valores mobiliários poderá ser dispensado bem como fixar as informações que devem instruir o pedido de tal registro. Desta forma, não há de se falar em aplicação subsidiária da ICVM nº 400/03 ao pleito em tela, mas sim a apreciação deste à luz da competência estabelecida em Lei para a CVM, de modo que entendemos ser possível apreciar as dispensas solicitadas.

10. Ainda sobre esse aspecto, e em que pese a interpretação acima apresentada, cabe apontar que entendemos que os precedentes citados no parágrafo 7º acima, através dos quais se amparou o pedido de aplicação, ao caso em tela, das dispensas previstas na ICVM nº 400/03, não se alinham com as ofertas das Debêntures das Requerentes, as quais se pretende que sejam conduzidas sob o rito da Instrução CVM nº 476/09. Isto porque, tratavam-se, aqueles, de pedidos de dispensa de registro e requisitos para ofertas as quais deveriam ser submetidas a registro de distribuição nos termos da ICVM nº 400/03 (oferta de cotas de FIDCs abertos, com prazo para pagamento de resgate superior a 30 dias da data de sua solicitação, os quais, com base na Instrução CVM nº 356/01, art. 21, §1º, inciso I, devem ter sua distribuição submetida ao registro), pedidos que ainda que estivessem embasados em procedimentos de distribuição que se assemelhavam àqueles previstos na Instrução de Oferta sob Esforços Restritos, inclusive no que diz respeito à qualificação do investidor, eram fundamentados na previsão de dispensa contida na própria Instrução ICVM nº 400/03, notadamente em seu art. 4º.

11. Já sobre o mérito do Pleito ora em análise, a apreciação das características dos procedimentos a serem empregados nas ofertas das Debêntures de emissão das Requerentes, os quais servem para sustentar os pedidos de dispensa, traz *per se* importantes conclusões para a forma como esta área técnica entende que os pedidos devam ser analisados.

12. Como ponto de partida é importante delinear brevemente certos aspectos regulatórios relevantes para a análise. Nesse sentido, à luz da notória competência atribuída à CVM, na Lei nº 6.385/76, exclusivamente sobre ofertas públicas de valores mobiliários, em oposição a colocações privadas, já mesmo a Lei, em seu art. 19, §3º, estipula:

*§3º - Caracterizam a emissão pública:*

*I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;*

*II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;*

*III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.*

13. Por sua vez, a Instrução CVM nº 400/03 busca tipificação mais detalhada dos atos que constituem distribuição pública de valores mobiliários, procedimentos sujeito à competência da CVM:

*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:*

*I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;*

*II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;*

*III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou*

*IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.*

14. A ICVM nº 400/03 traz ainda outra conceituação bastante importante para a apreciação da dicotomia entre esforços públicos e privados de distribuição ao dispor, no §1º do precitado art. 3º, que, no âmbito de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário, 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.

15. Passando à apreciação dos dispositivos da Instrução CVM nº 476/09, vale desde logo contextualizar que por meio desta, a CVM pretendeu reduzir os custos das ofertas públicas que fossem submetidas a esforços restritos de colocação, facilitando o acesso dos emissores ao mercado de valores mobiliários, por meio de ampliação das possibilidades de dispensa de registro então existentes na ICVM nº 400/03. De forma pertinente, ao analisar as contribuições advindas do mercado quando da edição da Instrução, buscou-se consignar que não se trataria naquela normatização, de estabelecer limite entre procedimento de distribuição público e privado, mesmo porque em relação a este último não caberia à CVM disciplinar.

16. Nesse sentido o Relatório de Análise de Audiência Pública nº 05/2008 registrou que, dado o disposto no art. 19, § 3º, da Lei nº 6.385/76 (acima em referência), resta evidente a vontade do legislador no sentido de caracterizar uma oferta de distribuição de valores mobiliários como pública pela forma de procura dos investidores, e não pelo número de investidores procurados ou que venham a subscrever ou adquiri-la. Conforme o entendimento então exposto, não há como afirmar, de antemão, que toda oferta em que vierem a ser contactados menos de 50 investidores, ou que seja subscrita ou adquirida por menos de 20 investidores, parâmetros à época empregados na Instrução, será caracterizada

como oferta privada ou pública. O que se buscou por meio da Instrução de Oferta sob Esforços Restritos foi a simplificação do acesso ao mercado de capitais em ofertas públicas que atendam aos requisitos considerados protetivos e mitigadores da exposição ao risco.

17. Em que pese este racional, julgou-se conveniente explicitar na ICVM nº 476/09 a sua não aplicabilidade a ofertas privadas, especificamente por meio do §2º do art. 1º da norma.

18. Depreende-se dos dispositivos destacados que não decorre da simples assunção ou vontade do intermediário ou do emissor que determinada distribuição de valores mobiliários se caracterize como de natureza pública, mas sim de procedimentos que consistentemente o regulador vem indicando como característicos de esforços de venda ao mercado. Para além disso, não estando presentes os elementos caracterizadores de oferta pública não se atrai a competência da CVM para aquele determinado procedimento de venda de valores mobiliários, ao passo em que submetê-la ao regime registrário de distribuição, incluindo a excepcionalidade das dispensas previstas normativamente, a investiria de respaldo que não compete à CVM conceder.

19. Retomando às características do procedimento por meio do qual se dará a colocação das Debêntures das Requerentes, torna-se notória a inconsistência da intenção de se considerar as ofertas em questão como públicas, origem da necessidade dos requerimentos de dispensa ora em análise. Inclusive, mais do que isso, afirmam as Requerentes que "*não realizarão esforços de venda das debêntures junto a terceiros. uma vez que [...] nos termos do Plano, as Debêntures são destinadas somente aos credores das Recuperadas listados no Plano*", o que, julgamos, torna inócua a ponderação acerca das justificativas para apreciação do Pleito em questão. No entendimento desta área técnica, portanto, não é cabível apreciar qualquer pleito de dispensas relativos a ofertas públicas em geral, pelo simples motivo de que, no caso concreto, não se trata de oferta pública.

20. Nos parece que a construção do argumento trazido no Pleito ora em análise inverte a abordagem que se aplica a qualquer caso concreto com o qual a CVM é confrontada. Com efeito, não é a existência de características que foram reconhecidas, por meio da ICVM nº 476/09, como aptas a permitir que a oferta pública seja realizada com dispensa automática de registro, tais como qualificação do investidor e a limitação da quantidade de investidores destinatários e subscritores, que caracteriza determinado procedimento de distribuição como público, mas sim, em se adotando procedimentos que conferem característica de publicidade à busca por investidores, esta oferta pública poderia ser submetida à dispensa de registro nos termos da Instrução de Ofertas sob Esforços Restritos, estando presentes os elementos nela determinados.

21. Resta abordar os precedentes apresentados no Pleito, nos quais o Colegiado desta CVM apreciou pedidos de dispensa de requisitos em ofertas de distribuição de debêntures conversíveis, realizadas em decorrência de reestruturação financeira, pedidos fundamentados, principalmente, no prévio relacionamento enquanto investidores mantido pelos destinatários da oferta em relação à emissora e também na qualificação dos mesmos, Processos Administrativos CVM nºs RJ/2004/4376 (doc. SEI nº 0541668) e RJ/2004/3443 (doc. SEI nº 0541671). Ambos pleiteavam dispensas de requisitos (elaboração do prospecto de emissão das debêntures, da declaração de veracidade das informações e da elaboração e publicação do anúncio de início e do anúncio de encerramento da distribuição, no primeiro caso e, no segundo caso, apenas do dois primeiros documentos) mas não de registro de oferta, com fundamento no art. 4º da ICVM nº 400/03, sendo aceitos parcialmente pelo Colegiado (favoravelmente à dispensa do prospecto, mas negativamente às dispensas da declaração de veracidade das informações e da elaboração e publicação do anúncio de início e do anúncio de encerramento da distribuição).

22. Verificando-se os dois casos, as Requerentes parecem buscar neles respaldo

para tratarem as ofertas das Debêntures como distribuições públicas, a despeito das características que a circunscrevem ao ambiente privado, aspecto que entretanto não foi por elas diretamente enfrentado no Pleito em análise, e não para as dispensas em si, já que, em ambos, justamente as dispensas pleiteadas no caso em tela foram negadas pelo Colegiado, quais sejam da elaboração dos anúncios de início e encerramento bem como da contratação de intermediário líder<sup>(1)</sup>.

23. Partindo de tal pressuposto, entendemos que, ainda assim, não se prestam os precedentes ao caso em tela. Cabe inicialmente contextualizar que ambos foram apreciados em 2004, quando entrava em vigor a então recém editada Instrução CVM nº 400/03, que reformou o arcabouço normativo das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário. Apenas nessa ótica se pode entender não ter sido feita qualquer ponderação a respeito da eventual descaracterização do caráter público da oferta objeto do Processo CVM nº RJ/2004/4376, uma vez que naquela oferta os subscritores seriam exclusivamente prévios debenturistas ou detentores de demais créditos financeiros contra a emissora. Em sentido oposto, inclusive, a manifestação da área técnica, favorável à dispensa de elaboração de prospecto, buscou como respaldo o fato de que "*os destinatários da oferta são investidores qualificados com estreita e habitual relação com a emissora*" (grifo nosso). Ora, justamente a relação estreita e habitual com a emissora passa a ser, a partir da ICVM nº 400/03, capaz de descaracterizar o conceito de público em geral, este por sua vez relevante para a evidenciação de procedimento de oferta pública (§1º do art. 3º da ICVM nº 400/03, conceito que não era objeto de tratamento nas prévias Instruções CVM nºs 13/80 e 88/88).

24. Já no processo CVM nº RJ/2004/3443, a nosso entender, parece reforçada a não similaridade do caso em relação ao Pleito em apreciação, visto que, aquela oferta de distribuição foi destinada a investidores qualificados em geral e não apenas aos então acionistas da companhia.

25. Além dos processos apresentados como precedentes pelos Requerentes, em pesquisa realizada por esta SRE a manifestações prévias do Colegiado, em matérias correlatas ao Pleito em análise, pudemos verificar pelo menos dois casos em que foi enfrentada a questão da eventual demanda, imposta por outras esferas regulatórias a determinados investidores, no sentido de que estes apenas subscrevam valores mobiliários cuja distribuição tenha se dado por meio de oferta pública registrada: tratam-se dos Processos CVM nºs RJ/2009/7909 e RJ/2009/1676 (respectivamente docs. SEI nºs 0541674 e 0541676).

26. Em ambos os casos tratou-se de solicitação de dispensa de requisitos (elaboração do prospecto e publicação do anúncio de início e do anúncio de encerramento da distribuição), com fundamento no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03, para o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, realizadas na forma de lote único indivisível, destinado a investidor previamente identificado. Conforme consta nos autos, naqueles dois pleitos houve manifestação dos requerentes no sentido de que se aplicaria ao caso a possibilidade de realização de tais ofertas mediante dispensas automática de registro, com fundamento no art. 5º inciso II da mesma Instrução. Entretanto, por se tratarem os subscritores de Entidades Fechadas de Previdência Complementar ("EFPC"), encontravam-se sujeitos à regulamentação<sup>(2)</sup> que os obrigava a subscrever apenas valores mobiliários que tivessem sido objeto de ofertas registradas, de modo que se fazia necessário o pleito de registro de oferta pública, com as dispensas de requisitos julgadas convenientes.

27. De acordo com o entendimento então apresentado pela área técnica ao Colegiado seria possível a via da concessão das dispensas de requisitos para a obtenção do registro de oferta pública, ainda que restasse caracterizada, conforme entendimento à época, hipótese de dispensa automática de registro de oferta, de forma a que não fosse prejudicada a aceitação da Oferta por parte das entidades fechadas de previdência

complementar, à luz da submissão destes às regras da Resolução CMN nº 3.456/07. Tais entendimentos foram referendados pelo Colegiado que concedeu em ambos os casos as dispensas pleiteadas. Entretanto, quando da manifestação em relação ao Processo CVM nº RJ/2009/1676, em reunião realizada em 02/06/2009, registrou o Colegiado a necessidade de "*reavaliar, num futuro próximo, a prática de conceder dispensa de requisitos para ofertas que se enquadram nas hipóteses de dispensa automática de registro previstas na regulamentação*", manifestação que entendemos já demonstrar preocupação com eventual desvirtuação do arcabouço normativo de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

28. Novamente na apreciação dos precedentes, com vistas à análise do caso concreto, é importante contextualizar o ambiente regulatório no qual se deu a apreciação dos processos em referência. Ainda que a hipótese de dispensa de registro vislumbrada para aqueles casos concretos fosse a previsão de lote único e indivisível, portanto constante da própria ICVM nº 400/03, é bastante relevante considerar que ambos os casos foram apreciados em 2009, ano em que entrava em vigor a Instrução de Oferta sob Esforços Restritos a qual modificou drasticamente as perspectivas de acesso ao mercado de capitais por parte dos emissores, tornando, para as hipóteses previstas naquela Instrução, o processo mais fácil, ágil e menos custoso do que a alternativa das ofertas registradas, inclusive estendendo tal via a emissores que antes não a dispunham, notadamente, sociedades anônimas de capital fechado. Desse contexto, decorre o crescimento exponencial do número de ofertas públicas de valores mobiliários observadas no mercado.

29. Em paralelo e, a princípio, com vistas a conciliar a regulação prudencial sobre investimentos aptos a serem adquiridos por certas classes de investidores institucionais frente à ampliação do uso de dispensa de registro em ofertas públicas de valores mobiliários, com o advento da ICVM nº 476/09, aquelas regulações passaram a incorporar a previsão de ofertas registradas ou dispensadas de registro, para se referirem a ofertas públicas de distribuição em geral. Tal adaptação acaba por comprometer a visibilidade, para a CVM, de operações como as citadas nesses dois últimos precedentes, dificultando a supervisão dos aspectos debatidos nesse memorando. Se antes, ao determinar a certos investidores institucionais a participação em subscrição pública de certos valores mobiliários por meio de ofertas registradas, havia a conseqüente demanda por solicitações de dispensas de requisitos, respaldadas por características as quais o mercado convencionava aptas a conferir o caráter restrito da oferta, hoje tais características possibilitam o direcionamento de tais ofertas ao rito de esforços restritos, dispensado automaticamente de registro. Entretanto, como visto inicialmente, caracterizações como aquelas usadas nos precedentes em análise falham na premissa básica ao atrair a competência da CVM para ofertas cujo procedimento de distribuição não se vê revestido de aspectos que conferem publicidade à oferta.

30. A nosso ver, as exigências por parte de outros reguladores a que só possam ser adquiridos valores mobiliários distribuídos publicamente parece se fundamentar na existência de certa proteção e publicidade inerentes ao regime público, de competência da CVM. Esse aspecto mostra-se mitigado nas ofertas públicas com esforços restritos, pois não há a análise prévia por parte da CVM, mas ainda subsiste através das regras que, mesmo nesses casos, devem ser respeitadas (inclusive com a presença necessária de instituição intermediária e com seus respectivos deveres de diligência) e também na supervisão realizada pela CVM, ainda que amostral, através de seu programa de Supervisão Baseada em Risco. Por outro lado, ofertas privadas, ainda que indevidamente chamadas de "públicas", não vão comportar tais procedimentos, por não haver competência legal da CVM em relação as mesmas.

31. Salientamos que simplesmente chamar uma oferta privada de pública não tem o condão de torná-la pública. O importante não é o "nome", mas as características da

oferta.

32. No âmbito de tais circunstâncias é compreensível que tenha se tornado, desde o advento da ICVM nº 476/09, mais premente a necessidade de proteção do conceito de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, de modo a não expor a CVM a desnecessário risco de imagem, não condizente com sua esfera de competência, e mesmo operacional, em razão de nossos recursos escassos, que devem ser direcionados a buscar a proteção de investidores e a higidez do mercado, mas quando dentro de nosso escopo de atuação. Frise-se, o procedimento de registro não é um procedimento cartular tampouco deve ser encarado como uma mera chancela conferida por este órgão regulador do mercado de capitais. No seu cerne encontram-se contempladas atividades que buscam conferir à oferta a adequada publicidade de suas características relevantes de modo a dotar o investidor da capacidade para formação de opinião a respeito do investimento e seus riscos inerentes e também verificar se a estrutura de emissão do valor mobiliário resguarda os preceitos normativos de mitigação de riscos, conforme aplicável em cada caso. Mesmo nas dispensas automáticas de registro de oferta continua presente este escopo de atuação, exercido nesse caso através de mecanismos de supervisão.

33. Nesse sentido, contrariando um dos argumentos nos quais as Requerentes fundamentam o Pleito em apreciação, não deve se sobrepor determinada imposição regulatória, que recaia em certo tipo de investidor, ao que prevê o arcabouço regulatório de ofertas públicas de distribuição, sob pena de implicar à CVM ampliação indevida de seu escopo de atuação e, principalmente torná-la exposta a riscos em relação aos quais sua regulação não visa fazer frente. Em outras palavras, não estando presentes os elementos que caracterizam uma oferta pública de distribuição, conforme inicialmente abordado neste Memorando, não deve ser tal procedimento de emissão tratado como se público fosse apenas com vistas a equacionar determinadas imposições regulatórias às quais os investidores institucionais venham a ser submetidos. Em nosso entender, o mais coerente seria tais investidores, diante das características de casos excepcionais, buscarem dispensas ou *waivers* relativos a suas restrições.

34. Finalmente cabe citar que se encontra em apreciação no Colegiado o Processo SEI nº 19957.003689/2017-18 que trata de consulta desta área técnica a respeito da validade, no contexto atual e à luz da evolução normativa observada no período, do teor de decisão do Colegiado, deliberada em reunião realizada em 21.02.2006, no que tange à determinação de que "*toda colocação de cotas de fundos registrados na CVM é necessariamente pública*", bem como amplia a apreciação da matéria a outras questões importantes e que apresentam forte conexão com o assunto, notadamente o uso do rito da ICVM nº 476/09 para ofertas de valores mobiliários em que não se pode verificar a presença dos elementos que a caracterizariam como distribuição pública.

## CONCLUSÃO E ENCAMINHAMENTO

35. Por todo o exposto, somos **contrários** ao Pleito de dispensa de requisitos no âmbito das ofertas das Debêntures das Requerentes, por considerar que não se tratam, as mesmas, de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

36. Nesses termos, sugerimos o encaminhamento do presente processo ao Colegiado para apreciação do Pleito tendo em vista a competência daquele órgão para deliberação das dispensas solicitadas, sugerindo ainda que o caso seja relatado pela SRE na próxima reunião ordinária do Colegiado.

Atenciosamente  
ELAINE MOREIRA M DE LA ROCQUE  
Analista



De acordo, ao SGE.  
DOV RAWET  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

Alexandre Pinheiro dos Santos  
Superintendente Geral

(1) Em ambos os casos, se deu a negativa da dispensa da declaração de veracidade das informações foi justificada no fato de que, em se aceitando tal pedido, implicitamente se dispensaria o cumprimento do dever de diligência por parte do intermediário, tomando-o figura dispensável, o que atentaria contra um dos fundamentos da própria regulação, a proteção dos investidores. Desta forma, por extensão pode-se considerar que tais casos apreciaram negativamente a eventual ausência de intermediário nas ofertas públicas.

(2) Vigorava à época a Resolução CMN nº 3.456/07 a qual fazia expressa referência à necessidade de que para compor a carteira de renda fixa das EFPC os valores mobiliários de renda fixa deveriam ter sido objeto de emissão por meio de distribuição registrada na CVM.



Documento assinado eletronicamente por **Elaine Moreira Martins de La Rocque, Analista**, em 21/06/2018, às 13:32, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 21/06/2018, às 13:32, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0541866** e o código CRC **17544614**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0541866** and the "Código CRC" **17544614**.*