

ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 03 DE 22.01.2008

PARTICIPANTES

- **ELI LORIA - PRESIDENTE EM EXERCÍCIO**
- **DURVAL JOSÉ SOLEDADE SANTOS - DIRETOR**
- **MARCOS BARBOSA PINTO - DIRETOR**
- **SERGIO EDUARDO WEGUELIN VIEIRA - DIRETOR**

DISPENSA DE REGISTRO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE CCB DE EMISSÃO DE BRACOR INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA - PROC. RJ2007/11593

Reg. nº 5730/07

Relator: SRE (Pedido de vista DMP)

O Banco Itaú BBA S.A. solicitou à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE pedido de dispensa de registro de uma oferta pública de cédulas de crédito bancário ("CCBs") emitidas pela Bracor Investimentos Imobiliários Ltda..

A emissão compreende 20 CCBs com as seguintes características: (a) valor de R\$1 milhão cada; (b) prazo de 18 meses; e (c) remuneração pelo CDI mais um *spread* de 1 p.p. A oferta será dirigida apenas a fundos de investimento, que deverão declarar expressamente estarem capacitados para avaliar as CCBs e estarem satisfeitos com as informações fornecidas.

A SRE submeteu o assunto à apreciação do Colegiado, com vistas à fixação de diretrizes a serem observadas pela área técnica da CVM em casos envolvendo ofertas públicas de CCBs.

O Diretor Marcos Pinto observou, em primeiro lugar, que a análise do pedido suscitou a questão de poder as CCBs serem consideradas valores mobiliários. Após discorrer sobre o assunto, o Diretor concluiu, em síntese, que as CCBs serão valores mobiliários caso a instituição financeira em favor das quais elas foram emitidas: (i) realize uma oferta pública de CCBs; e (ii) exclua sua responsabilidade nos títulos.

No entanto, as CCBs não serão valores mobiliários e não estarão sujeitas ao regime imposto pela Lei nº 6.385/76 caso: (i) não sejam objeto de oferta pública; ou (ii) a instituição financeira permaneça responsável pelo seu adimplemento, hipótese em que poderão circular no mercado sem estar sujeitas à regulamentação e fiscalização da CVM, assim como os demais títulos de emissão de instituições financeiras, como os certificados de depósito bancário ("CDBs").

Após essa conclusão, o Diretor discorreu sobre o regime jurídico aplicável à oferta e negociação públicas de CCBs, sujeitas aos registros nos artigos 19 e 21 da Lei nº 6.385/76 e às normas que os regulamentam, que variam conforme o tipo de valor mobiliário emitido.

O Diretor sugeriu que, enquanto a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM não elaborar instrução específica a regular a emissão pública de CCBs, sejam aplicadas: (i) as regras previstas na Instrução 155/91, que trata de notas promissórias, para as emissões de CCBs feitas por companhias abertas ou com prazo inferior a 6 meses; e (ii) as regras previstas na Instrução 422/05, que trata das notas promissórias do agronegócio, para todos os demais casos.

Por fim, o Diretor concluiu que o simples registro de uma negociação privada de CCBs na Cetip não torna obrigatório o registro do emissor e da emissão na CVM e que a negociação de CCBs com a intervenção, como intermediários, das pessoas e entidades listadas no art. 15, I, II e III da Lei 6.385/76 depende de prévio registro do emissor e da emissão na CVM, nos termos da regulamentação aplicável, ressalvados os casos de dispensa previstos na regulamentação.

Isto posto, o Diretor propôs devolver o presente processo à SRE para que ela analise se a oferta de CCBs que o Itaú pretende realizar atende ao disposto na Instrução 422/05, tendo em vista se tratar de CCBs de mais de 1 ano de duração emitidas por sociedade limitada, recomendando, ainda, que a área técnica continue a submeter ao Colegiado quaisquer dúvidas ou pedidos especiais dos emissores, ao menos até a edição de norma específica regulando a matéria.

O voto apresentado pelo Diretor Marcos Pinto foi acompanhado, na íntegra, pelos demais membros do Colegiado.

PROCESSO CVM Nº RJ2007/11.593

Registro Col. nº 5730/07

Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto

1. Introdução

1.1 O Banco Itaú BBA S.A. ("Itaú") solicitou à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") pedido de dispensa de registro de uma oferta pública de cédulas de crédito bancário ("CCBs") emitidas pela Bracor Investimentos Imobiliários Ltda. ("Bracor").

1.2 A emissão compreende 20 CCBs com as seguintes características: (a) valor de R\$1 milhão cada; (b) prazo de 18 meses; e (c) remuneração pelo CDI mais um *spread* de 1 p.p. A oferta será dirigida apenas a fundos de investimento, que deverão declarar expressamente estarem capacitados para avaliar as CCBs e estarem satisfeitos com as informações fornecidas.

1.3 Preocupada com "a proteção dos investidores e a integridade do mercado", a SRE submeteu o assunto à apreciação do colegiado, para que fixemos as diretrizes a serem observadas pela área técnica da CVM em casos envolvendo ofertas públicas de CCBs.

1.4 Segundo tivemos notícia, têm sido relativamente freqüentes no mercado operações em que uma instituição financeira subscreve uma série de CCBs de uma mesma empresa para, na seqüência, transferi-las a investidores qualificados. A emissão ora em análise é a primeira operação deste tipo submetida à apreciação da CVM.

1.5 A análise do pedido do Itaú suscita a seguinte questão: As CCBs podem ser consideradas valores mobiliários? Em caso afirmativo, quais são as normas aplicáveis? Para responder a estas perguntas, precisarei tecer algumas breves considerações a respeito do conceito de "valor mobiliário" em nosso sistema jurídico.

2. Valores Mobiliários

2.1 "Valor mobiliário" é um termo chave dentro da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Se um determinado título for considerado valor mobiliário, sua emissão e negociação públicas passam a estar sujeitas às normas e a fiscalização da CVM.

2.2 Na definição do conceito de "valor mobiliário", o legislador de 1976 se viu diante de um dilema. Por um lado, sabia-se que a definição legal devia ser ampla, capaz de se adequar às constantes inovações e mutações do mercado. Por outro lado, ela também devia ser precisa, de modo a assegurar a previsibilidade necessária para que o mercado pudesse se desenvolver.

2.3 Em sua redação original, a Lei nº 6.385/76 resolveu este dilema da seguinte forma: primeiro, fixou uma lista exaustiva dos valores mobiliários, garantindo assim a previsibilidade do sistema; segundo, conferiu ao Conselho Monetário Nacional ("CMN") competência para alterar esta lista, o que tornava o regime legal mais flexível.⁽¹⁾

2.4 Embora tenha obtido algum sucesso inicialmente, esta estratégia logo se mostrou inadequada, pois o mercado criava novos produtos de investimento com grande velocidade. Por isso foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, que procurou estabelecer um conceito amplo de "valor mobiliário", apto a abarcar praticamente todas as hipóteses de captação em massa da poupança popular.

2.5 Segundo o art. 1º desta medida provisória, "constituem valores mobiliários quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros".

2.6 Com a promulgação da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, este conceito foi incorporado ao art. 2º da Lei nº 6.385/76, que passou a vigorar com a seguinte redação:

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.

§ 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.

2.7 Com essas alterações, nossa legislação passou a operar de maneira dúplice. De um lado, ela oferece uma lista bastante detalhada dos valores mobiliários, que são os incisos I a VIII.⁽²⁾ De outro, ela prevê uma hipótese genérica – o inciso IX – e que se destina a abarcar todos os casos não cobertos pelos incisos anteriores.

2.8 O inciso IX foi claramente inspirado em decisões da Suprema Corte dos Estados Unidos a respeito do conceito de *security*, em particular, no caso *SEC v. W. J. Howey Company*.⁽³⁾ Neste caso, a Suprema Corte decidiu adotar um "princípio flexível e não estático, capaz de se adaptar aos variáveis e incontáveis arranjos criados por aqueles que captam dinheiro de terceiros".⁽⁴⁾

2.9 Segundo a definição que consta em *Howey*, o conceito de *security* deve abranger "qualquer contrato, negócio ou arranjo por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e espera receber lucros originados exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de terceiros".⁽⁵⁾

2.10 Analisando este conceito, a doutrina e a jurisprudência norte-americanas destacam cinco elementos:

- i. para que estejamos diante de um *security*, uma pessoa deve entregar sua poupança a outra com o intuito de fazer um investimento;
- ii. a natureza do instrumento pelo qual o investimento é formalizado é irrelevante, pouco importando se ele é um título ou contrato ou conjunto de contratos;⁽⁶⁾
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem realizar um investimento em comum;⁽⁷⁾
- iv. o investimento deve ser feito com a expectativa de lucro, cujo conceito é interpretado de maneira ampla, de forma a abarcar qualquer tipo de ganho;⁽⁸⁾ e
- v. o lucro deve ter origem exclusivamente nos esforços do empreendedor ou de terceiros, que não o investidor.⁽⁹⁾

2.11 Sem muitas dificuldades, podemos perceber que estas diretrizes encontraram acolhida no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.386/76, que estabeleceu os seguintes requisitos para a caracterização dos valores mobiliários:

- i. deve haver um investimento ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- ii. o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- iv. o investimento deve dar direito a alguma forma de "remuneração", termo ainda mais amplo que o correlato "lucro" utilizado no direito norte-americano ("IX - ... títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração ...");

- v. a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor ("IX - ... cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros"); e
- vi. os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública, requisito que não encontra similar no conceito norte-americano mas que se coaduna perfeitamente com o sistema regulatório dos Estados Unidos ("IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ...").

2.12 Além destes fatores, que integram o conceito previsto no inciso IX, não podemos esquecer das exceções previstas no §1º do art. 2º, segundo o qual não são valores mobiliários nem os títulos da dívida pública nem os títulos de responsabilidade das instituições financeiras.

2.13 De posse destas considerações genéricas, podemos passar à análise da questão concreta suscitada por este caso, isto é, se as CCBs são ou não valores mobiliários.

3. Cédulas de Crédito Bancário

3.1 Segundo a definição que consta do art. 26 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, a CCB "é título de crédito, emitido por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade".

3.2 As CCBs foram criadas com um propósito claro: facilitar a execução e negociação de créditos bancários. Assim como as notas promissórias, as CCBs são títulos de crédito, que podem ser facilmente negociados e executados em juízo.⁽¹⁰⁾ Porém, ao contrário das notas promissórias, cujo conteúdo é bastante restrito pela lei, as CCBs podem conter todas as obrigações normalmente previstas nos contratos bancários.

3.3 Embora se assemelhem em muitos aspectos a certos valores mobiliários, como a nota comercial e as debêntures, as CCBs não estão cobertas pelos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76, razão pela qual devemos verificar se elas se enquadram no conceito genérico previsto no inciso IX.

3.4 Na minha opinião, as CCBs satisfazem claramente os cinco primeiros requisitos que enumerei no item 2.11 acima, pelas seguintes razões:

- i. ao adquirir uma CCB, o poupador está fazendo um investimento em renda fixa, o que satisfaz o requisito delineado no item 2.11(i) acima;
- ii. o art. 26, *caput*, da Lei nº 10.931/04 deixa claro que as CCBs são títulos de crédito, atendendo assim o requisito descrito no item 2.11(ii) acima; a este propósito, vale destacar que embora o conceito de "valor mobiliário" não se confunda com o conceito de "título de crédito", sempre se admitiu que alguns títulos de crédito podem ser valores mobiliários, como é o caso das notas promissórias;
- iii. a partir de uma mesma operação de crédito, e ressalvado o disposto no art. 28, § 2º, II, da Lei nº 10.931/04, diversas CCBs com as mesmas características podem ser emitidas e transferidas a pessoas distintas, o que caracteriza o potencial coletivo do investimento nesses títulos e atende o requisito descrito no item 2.11(iii) acima;
- iv. as CCBs pagam juros aos seus titulares e estes juros constituem, obviamente, uma remuneração, o que satisfaz o requisito descrito no item 2.11(iv) acima; a propósito, vale lembrar que, segundo nossos precedentes, a palavra "remuneração" empregada no inciso IX deve ser entendida em sentido lato, de forma a cobrir "qualquer investimento que o público faça na expectativa de obter algum rendimento";⁽¹¹⁾ e
- v. a remuneração paga pelas CCBs tem origem nos esforços do empreendedor e não do investidor, já que este aguarda passivamente o pagamento dos juros incidentes sobre o crédito; também está satisfeito, portanto, o item 2.11(v) acima.

3.5 A grande questão consiste em saber se as emissões de CCBs podem satisfazer o requisito descrito no item 2.11(vi) acima, isto é, se elas podem ser objeto de oferta pública.

3.6 O conceito de "oferta pública" é dado pelo art. 19, §1º e 3º da Lei nº 6.385/76, que foi regulado pelo art. 3º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que assim dispõe:

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.

3.7 Se a instituição financeira procurar vender as CCBs emitidas em seu favor utilizando qualquer dos mecanismos descritos neste dispositivo, tais como preparação de prospecto destinado ao público, envio de correspondência a investidores indeterminados e utilização de publicidade, estaremos diante de uma oferta pública.

3.8 É irrelevante, para este fim, que o ofertante das CCBs não seja seu emissor. A própria Lei nº 6.385/76 já previa esta hipótese no art. 19, §2º, que equipara ao emissor tanto as instituições financeiras que distribuírem valores mobiliários quanto outros investidores que vierem a adquiri-los para colocá-los no mercado.⁽¹²⁾

3.9 A meu ver, também não há nada na Lei nº 10.931/04 que impeça uma oferta pública de CCBs. A este respeito, vale notar que:

- i. o art. 29, §1º, da Lei nº 10.931/04 permite a transferência das CCBs a terceiros que não sejam instituições financeiras;
- ii. as CCBs são títulos de crédito, o que facilita – e muito – sua venda e negociação no mercado;
- iii. segundo a Exposição de Motivos da lei que as regula, as CCBs foram criadas também para "facilitar e agilizar a negociação de créditos bancários".⁽¹³⁾

3.10 Portanto, não vejo nenhum óbice a que uma instituição financeira faça uma oferta pública de CCBs no mercado, caso em que restarão satisfeitos todos os requisitos previstos no art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/76.

3.11 Resta saber se as CCBs caem na exceção prevista no inciso II do §1º do art. 2º da Lei 6.385/76: "títulos de responsabilidade de instituição financeira". Embora as CCBs envolvam sempre instituições financeiras, estas figuram sempre no pólo ativo da relação de crédito, como credoras e não como devedoras. Logo, as instituições financeiras não são "responsáveis" pelas CCBs.

3.12 Ocorre que o art. 29, §1º da Lei nº 10.931/04 diz que as CCBs só podem circular mediante endosso, segundo as regras do direito cambiário, ou seja, segundo o disposto na Lei Uniforme Relativa a Letras de Câmbio e Notas Promissórias. E o art. 15 desta lei prevê que o endossante de um título é, via de regra, responsável pelo seu inadimplemento.

3.13 Todavia, este mesmo dispositivo da Lei Uniforme prevê que o endossante pode excluir sua responsabilidade, desde que esta exclusão conste expressamente do título. Portanto, caso a instituição financeira proceda dessa forma ao endossar as CCBs para terceiros, restará afastada a incidência do art. 2º, §1º, II, da Lei 6.385/76.

3.14 Em síntese, as CCBs serão valores mobiliários caso a instituição financeira em favor das quais elas foram emitidas:

- i. realize uma oferta pública de CCBs; e
- ii. exclua sua responsabilidade nos títulos.

3.15 A contrário senso, as CCBs não serão valores mobiliários e não estarão sujeitas ao regime imposto pela Lei nº 6.385/76 caso:

- i. não sejam objeto de oferta pública; ou
- ii. a instituição financeira permaneça responsável pelo seu adimplemento, hipótese em que poderão circular no mercado sem estar sujeitas à regulamentação e fiscalização da CVM, assim como os demais títulos de emissão de instituições financeiras, como os certificados de depósito bancário ("CDBs").

3.16 Tendo chegado a estas conclusões, passo agora a discorrer sobre o regime jurídico aplicável à oferta e negociação públicas de CCBs.

4. Regime Jurídico

4.1 Uma vez caracterizadas como valores mobiliários, as ofertas e negociações públicas de CCBs passam a estar sujeitas aos registros previstos nos artigos 19 e 21 da Lei nº 6.385/76 e às normas que os regulamentam, que variam conforme o tipo de valor mobiliário emitido.

4.2 Em princípio, as ofertas públicas de CCBs estariam sujeitas à Instrução CVM nº 270, de 23 de janeiro de 1998 e à Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998, que estabelecem regras aplicáveis aos emissores e às emissões de contratos de investimento coletivo.

4.3 Entendo, todavia, que as regras previstas nas Instruções nº 270/98 e 296/98 não são adequadas para reger as emissões de CCBs. A meu ver, as CCBs têm características um tanto diferentes das modalidades de contrato de investimento coletivo para as quais as Instruções nº 270/98 e 296/98 foram pensadas.

4.4 Por isso, acho mais adequado editar uma instrução específica para tratar das CCBs, como já fizemos no caso dos certificados de potencial adicional de construção, conhecidos como CEPACS, regulamentados através da Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003.

4.5 Todavia, enquanto esta instrução específica não estiver pronta – e recomendo que a Superintendência de Desenvolvimento do Mercado ("SDM") inicie sua preparação – proponho aplicar:

- i. as regras previstas na Instrução CVM nº 155, de 7 de agosto de 1991, que trata de notas promissórias, para as emissões de CCBs feitas por companhias abertas ou com prazo inferior a 6 meses; e
- ii. as regras previstas na Instrução CVM nº 422, de 20 de setembro de 2005, que trata das notas promissórias do agronegócio, para todos os demais casos.

4.6 Esta proposta se justifica porque as CCBs são títulos de crédito muito semelhantes às notas promissórias, como já se viu acima. Além disso, a Instrução CVM nº 422/05 é a nossa instrução mais recente sobre notas promissórias, refletindo grande parte da experiência acumulada pela CVM até o presente.

4.7 Quanto ao caso concreto, proponho devolver o presente processo à SRE para que ela analise se a oferta de CCBs que o Itaú pretende realizar atende ao disposto na Instrução CVM nº 422/05, tendo em vista se tratar de CCBs de mais de 1 ano de duração emitidas por sociedade limitada.

4.8 Antes de encerrar este voto, contudo, gostaria de fornecer duas diretrizes adicionais para a atuação da área técnica da CVM, no que tange (a) às dispensas de registro de oferta e (b) à negociação das CCBs no mercado de balcão.

4.9 Sobre o primeiro tema, já se argumentou que as CCBs cairiam sempre na hipótese de dispensa automática de registro da oferta pública prevista no art. 5º, II, da Instrução CVM nº 400/03, a saber, colocação de lote único e indivisível.

4.10 Tal raciocínio é baseado numa interpretação equivocada do art. 28, §2º, I, da Lei nº 10.931/04, que prevê que "a Cédula de Crédito Bancário representativa de dívida oriunda de contrato de abertura de crédito bancário em conta corrente será emitida pelo valor total do crédito posto à disposição do emitente".

4.11 Com base neste dispositivo, argumenta-se que as instituições financeiras não poderiam fracionar o crédito concedido em várias CCBs. Logo, qualquer CCB constituiria sempre um lote único e indivisível, sujeito a dispensa automática de registro na CVM.

4.12 Este entendimento é equivocado porque art. 28, §2º, I, da Lei nº 10.931/04 só se aplica quando a CCB for oriunda de um "contrato de abertura de crédito", ou seja, quando o banco abrir um limite em favor do cliente para saques e pagamentos. Nas demais modalidades de concessão de crédito, este inciso não tem aplicação.

4.13 Quanto ao segundo ponto, já se questionou, nesta autarquia, se o simples registro de transações realizadas com CCBs na Câmara de Liquidação e Custódia ("Cetip") tornaria obrigatório o registro do emissor e da emissão na CVM.

4.14 Segundo o art. 21 da Lei nº 6.385/76 e o art. 2º, §1º, da Instrução CVM nº 400/03, nenhum valor mobiliário pode ser negociado em bolsa ou mercado de balcão sem que o emissor ou a emissão tenham sido previamente registrados na CVM, exceto em casos excepcionais.

4.15 Transcrevo estes dispositivos, para facilitar a compreensão do tema:

Lei nº 6.385/76

Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:

I - o registro para negociação na bolsa;

II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

§ 1º Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.

Instrução CVM nº 400/03

Art. 1º (...)

§1º Somente poderão ser negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão:

I - valores mobiliários distribuídos publicamente através de oferta primária ou secundária registrada na CVM; ou

II - valores mobiliários que não tenham sido subscritos publicamente, desde que valores mobiliários do mesmo tipo, classe, espécie e série já estejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão.

4.16 É certo que, de acordo com a sistemática prevista no art. 3º da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, a Cetip é uma entidade administradora de mercado de balcão.

4.17 Todavia, a própria Instrução CVM nº 461/07 distingue, no art. 3º e em diversos outros, (a) os negócios fechados no próprio sistema de negociação do mercado de balcão, (b) dos negócios realizados fora do sistema e levados a registro posteriormente.

4.18 Esta distinção aparece de forma clara no art. 92 da referida Instrução:

Art. 92. O mercado de balcão organizado poderá operar por uma ou mais das seguintes formas:

I – como sistema centralizado e multilateral de negociação, definido no termos do parágrafo único do art. 65, e que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários;

II – por meio da execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda;

III – por meio do registro de operações previamente realizadas.

4.19 Obviamente, o simples registro de um negócio realizado fora do sistema da Cetip não caracteriza, por si só, negociação em mercado de balcão para fins de aplicação do art. 21 da Lei nº 6.385/76 e do art. 2º, §1º da Instrução CVM nº 400/03. Para tanto, é necessário que a operação seja realizada no próprio sistema, não apenas registrada nele.

4.20 Todavia, haverá negociação pública, mesmo que a operação seja somente registrada na Cetip, quando a compra ou venda de CCBs for concluída tendo como intermediários as pessoas ou entidades listadas no art. 15, I, II e III da Lei nº 6.385/76, como os bancos de investimento, agentes autônomos, distribuidoras e corretoras de valores mobiliários.

4.21 É o que dispõem o art. 21, §3º da Lei nº 6.3865/76 e o art. 4º da Instrução CVM nº 461/07, cujo teor é o seguinte:

Lei nº 6.385/76

Art. 21 (...)

3º São atividades do mercado de balcão não organizado as realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15, incisos I, II e III, ou nos seus estabelecimentos, excluídas as operações efetuadas em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado.

Instrução CVM nº 461/07

Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º. ⁽¹⁴⁾

4.22 Por força destes dispositivos legais e regulamentares, qualquer operação com valores mobiliários realizada com intervenção destas entidades, na qualidade de intermediários, é uma operação de mercado de balcão, sujeita, por conseguinte, aos registros de emissão e emissor previstos em lei e na regulamentação.

5. Conclusão

5.1 Resumo então as conclusões do meu voto:

- i. as CCBs são valores mobiliários desde que (a) sejam objeto de oferta pública e (b) a responsabilidade da instituição financeira por seu adimplemento tenha sido expressamente excluída no título (item 3.14 acima);
- ii. a SDM deve iniciar a preparação de uma instrução normativa específica para regular o registro das emissões e dos emissores de CCBs (item 4.4 acima)
- iii. até que esta instrução seja editada, a área técnica da CVM deve aplicar as regras: (a) que constam da Instrução CVM nº 155/91 para as emissões de CCBs feitas por companhias abertas ou com prazo inferior a 6 meses; e (b) que constam da Instrução CVM nº 422/05, para todos os demais casos (item 4.5 acima);
- iv. o simples registro de uma negociação privada de CCBs na Cetip não torna obrigatório o registro do emissor e da emissão na CVM (item 4.19 acima); e
- v. a negociação de CCBs com a intervenção, como intermediários, das pessoas e entidades listadas no art. 15, I, II e III da Lei nº 6.385/76 depende de prévio registro do emissor e da emissão na CVM, nos termos da regulamentação aplicável, ressalvados os casos de dispensa previstos na regulamentação (item 4.20 acima).

5.2 Proponho que a área técnica examine este e outros casos envolvendo CCBs de acordo com as diretrizes acima.

5.3 Recomendo ainda à área técnica que submeta quaisquer dúvidas ou pedidos especiais dos emissores à apreciação do colegiado, pelo menos até que seja editada uma instrução normativa específica sobre as CCBs.

É como voto.

Rio de Janeiro, 15 de janeiro de 2008.

Marcos Barbosa Pinto

(1) Exercendo esta competência, o CMN incluiu os seguintes títulos no rol de valores mobiliários: (i) nota promissória comercial, (ii) direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções, certificados de depósito de ações, (iii) certificado de recebíveis imobiliários e (iv) certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e serviços.

(2) Além dos itens listados na Lei nº 6.385/76 e em resoluções do CMN, a legislação especial inclui alguns outros títulos e contratos no rol dos valores mobiliários, como os certificados de investimentos audiovisuais e os certificados do agronegócio.

(3) 328 US 293 (1946).

(4) *Id.*

(5) *Id.*

(6) SEC v. CM Joiner Leasing Corp. 320 US 344 (1943).

(7) Para a interpretação deste requisito, Louis Loss & Joel Seligman. **Fundamentals of Securities Regulation**. Austin: Aspen Publishers, 5th ed., 2004, 252-3.

(8) **United Housing Foundation, Inc. v. Forman**. 421 US 837 (1975).

(9) Em casos posteriores a *Howey*, as cortes abrandaram o requisito de que o lucro advenha *exclusivamente* dos esforços de terceiros, passando a permitir o envolvimento do investidor na administração do empreendimento, desde que este envolvimento não seja preponderante. *E.g.* **Rivanna Trawlers Unlimited v. Borchard**. 840 F 2d 236 (4th Cir. 1988).

(10) O art. 28 da Lei nº 10.931/04 considera as CCBs títulos executivos extrajudiciais, assim como as debêntures e as notas promissórias, listadas no art. 585 do Código de Processo Civil.

(11) Voto do Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos. **Proc. RJ 2003/0499**. Julgado em 28 de agosto de 2003.

(12) Note-se que a CVM registra estas ofertas, ditas secundárias, com grande freqüência. As CCBs não trazem nada de novo neste sentido.

(13) Nem se diga que a lei facultou a circulação em massa de CCBs apenas quando estes títulos forem securitizados por meio dos certificados de CCBs, conhecidos no mercado como "CCCBs". A meu ver, tal entendimento não pode prosperar diante do art. 29, §1º da lei, que autoriza a livre transferência das CCBs. Além disso, a própria Exposição de Motivos previa a circulação de CCBs tanto "securitizadas na forma de recebíveis" quanto no "mercado secundário".

(14) Uma leitura apressada da parte final do art. 4º da Instrução CVM nº 461/03 – "sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º" – pode dar a entender que qualquer operação registrada no mercado de balcão organizado deve ser tida como efetuada neste mercado. Não é isso o que a norma determina, contudo. O máximo que se pode extrair dela é que as operações realizadas no mercado de balcão não-organizado devem ser consideradas como se fossem realizadas no mercado de balcão organizado caso sejam registradas neste último.