

PRIMEIRO ROUNDTABLE 2009 - O MERCADO BRASILEIRO DE SECURITIZAÇÃO: OPORTUNIDADES E SOLUÇÕES

No dia 19 de março ocorreu, nas dependências do escritório Souza Cescon Advogados em São Paulo, o evento denominado “Primeiro Round Table 2009 – O Mercado Brasileiro de Securitização: Oportunidades e Soluções”.

O encontro, que foi idealizado pelos escritórios Souza Cescon Advogados e pelo Shearman & Sterling LLP e que contou com a presença de alguns dos principais *players* que atualmente integram o mercado de securitização brasileiro, teve como objetivo principal fomentar o debate sobre questões polêmicas e relevantes relacionadas ao assunto com a finalidade de buscar as soluções e o aprimoramento desse mercado. Destacamos abaixo as principais questões discutidas durante o evento.

I. *Bookbuilding* x Registro Automático

De acordo com a regulamentação em vigor, as ofertas públicas de títulos de securitização, como quotas de FIDC e CRIs, fazem jus, na maioria dos casos, ao registro automático na Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”). Contudo, um dos requisitos para a concessão do registro automático é a disponibilização da taxa de juros a ser paga aos investidores. Por esse motivo, a CVM tem manifestado o entendimento segundo o qual nas ofertas públicas de títulos de securitização que fizerem uso do procedimento de *bookbuilding*, não será concedido o registro automático, devendo o processo de registro tramitar pelo rito e segundo os prazos estabelecidos na Instrução CVM 400.

Desse modo, os participantes do mercado muitas vezes preferem abrir mão do procedimento de *bookbuilding* e fixar uma taxa de juros de início, com o objetivo de obter o registro automático e aproveitar uma janela de mercado, mesmo que isso signifique captar a custos mais elevados do que os que seriam eventualmente obtidos no procedimento de *bookbuilding*. Isto também diminui a potencial demanda e o volume das operações, e, portanto, limita a liquidez suficiente para o desenvolvimento de um mercado secundário.

Uma das soluções aventadas pelos participantes do evento para viabilizar a adoção do *bookbuilding*, sem com isso prejudicar o registro automático, foi, em paralelo à praxe nos Estados Unidos, a adoção de procedimento pela CVM, em que todos os documentos necessários à concessão do registro automático seriam analisados, restando pendente tão somente a fixação da taxa de juros e volume. Tão logo o *bookbuilding* seja finalizado e a taxa de juros seja determinada, os participantes da oferta forneceriam à CVM a taxa e o volume apurados, e a CVM, por sua vez, concederia prontamente o registro automático da oferta.

Para tanto, seria utilizado mecanismo semelhante ao já adotado nas ofertas públicas de ações, nas quais a CVM disponibiliza um campo em sua página na Internet para que os participantes da oferta o preencham com o preço da ação (equivalente, no

caso das operações de securitização, à taxa de juros). Após o preenchimento do campo com o valor da taxa de juros, o registro da oferta seria imediatamente concedido pela CVM, tendo em vista que todos os demais requisitos já teriam sido analisados e plenamente satisfeitos. A solução foi bem recebida por todos os participantes do evento. Alguns, no entanto, salientaram que a sua implementação exigirá especial atenção da CVM no que diz respeito ao cronograma da oferta, como, aliás, já acontece nas ofertas públicas de ações. Em outras palavras, para que a implementação do procedimento seja bem sucedida, é necessário que a CVM observe as datas fixadas no prospecto para início e término do *bookbuilding* e esteja apta a conceder o registro tão logo a taxa de juros e o volume sejam disponibilizados, o que pareceu não representar óbice à adoção do procedimento sugerido, na visão da maioria dos participantes do evento.

II. Oferta com Esforços Restritos (Instrução CVM 476)

A recém editada Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução CVM 476”), facilitou a realização de ofertas públicas de títulos e valores mobiliários, na medida em que dispensou do procedimento de registro as ofertas direcionadas a não mais do que 50 investidores e que contem com a adesão efetiva de não mais do que 20 investidores (as chamadas “Ofertas com Esforços Restritos”). Embora tenham passado a fazer jus à dispensa automática de registro, tais ofertas continuam sendo consideradas como públicas pela CVM, sujeitando-se, portanto, a todas as demais consequências decorrentes de tal fato.

Um grande empecilho levantado pelos participantes do evento à adoção das Ofertas com Esforços Restritos em operações de securitização diz respeito à forma como os fundos de pensão vêm tratando o assunto. Segundo alguns participantes, muitos fundos de pensão entendem que não podem adquirir valores mobiliários ofertados por meio de Ofertas com Esforços Restritos. Tais fundos de pensão baseiam seu entendimento na redação do art. 48 da Resolução 3.456, do Conselho Monetário Nacional (“CMN”), que apenas permite o investimento em títulos e valores mobiliários “cuja distribuição tenha sido registrada na Comissão de Valores Mobiliários”. Seria, portanto, necessário compatibilizar as normas da CVM com as demais normas emanadas pelo CMN, Banco Central e Secretaria de Previdência Complementar (“SPC”), de forma a permitir que os fundos de pensão adquiram valores mobiliários em Ofertas com Esforços Restritos.

Além disso, a Instrução CVM 476 autoriza a negociação secundária com valores mobiliários objeto de Ofertas com Esforços Restritos, desde que tal negociação seja iniciada após o decurso do prazo de 90 dias da data da subscrição ou aquisição dos valores mobiliários no âmbito da oferta. Em vista disso, alguns participantes do evento questionaram se as entidades de mercado de balcão organizado estarão dispostas a listar tais valores mobiliários para negociação secundária em seus respectivos ambientes de negociação. Foi comentado pelos participantes que tais entidades de mercado de balcão organizado estão estudando o assunto e sua possível implementação.

III. Investidores Pessoa Física

Uma incongruência das normas atuais diz respeito à participação de investidores pessoa física em operações de securitização. As normas fiscais muitas vezes incentivam esse investidor a participar do mercado de securitização, por meio de isenções fiscais, como é o caso das normas sobre CRIs, certos títulos do agronegócio e Fundos Imobiliários. Por outro lado, as normas da CVM em muitos casos restringem a participação de investidores pessoas-físicas, permitindo que estes invistam em determinados títulos somente caso se enquadrem no conceito de “investidor qualificado”.

Além disso, embora a análise de investimento em CRIs, Fundos Imobiliários e FIDCs pareça exigir o mesmo nível de sofisticação e conhecimento do investidor, a norma somente exige que os investidores sejam “qualificados” no caso dos FIDCs. Comentou-se que tal tratamento desigual poderá dar ensejo a “arbitragens regulatórias” com a utilização dos diversos instrumentos de securitização. Também, diminui a potencial demanda e o volume das operações.

Foi discutida, ainda, a possibilidade de a CVM permitir que, em paralelo à praxe nos Estados Unidos, fundos destinados ao público em geral (como os fundos multimercado – crédito privado) adquiram títulos e valores mobiliários que sejam restritos a investidores qualificados. Diversos participantes do evento manifestaram seu entendimento no sentido de que, nesses fundos, as decisões de investimento são tomadas por seus gestores, pessoas qualificadas e habilitadas para tanto segundo as normas da CVM, e não por seus investidores.

IV. O Investidor Internacional

Foram levantadas várias questões fundamentais que tem impedido os investidores internacionais de ter maior participação no mercado brasileiro. Além do risco cambial que existe em qualquer investimento internacional, há riscos de naturezas diversas quando a operação decorre de fluxos de caixa futuros (*future flow*) ou quando decorre de um pool de ativos estático (*fixed pool*). Foi dito que, no caso de *future flow*, o investidor foca sua preocupação com o desempenho futuro da empresa, importando-se principalmente com os riscos de *performance* da empresa e seu risco de falência. No caso de *fixed pool*, tal preocupação é minimizada e a análise de crédito foca no lastro e nos devedores do lastro muito mais do que no cedente.

A ausência de padronização da documentação dos ativos que servem como lastro é outro fato que chama atenção do investidor estrangeiro. Um aumento de padronização resultaria em maior previsibilidade e fungibilidade de cada operação, que seria essencial para um mercado secundário viável.

Sobretudo, foi levantada a importância de divulgação melhor e em inglês para o investidor entender melhor os ativos e as estruturas do mercado de securitização brasileiro. A divulgação de informações recorrentes é outro tema essencial para o desenvolvimento do mercado secundário.

Também se discutiu sobre a proteção da operação de securitização em caso de falência que, no entendimento dos participantes, foi melhorado substancialmente com a nova lei de falência no Brasil.

V. Entraves ao desenvolvimento do mercado de securitização

Discutiu-se que, por mais que a lei de falências (Lei 11.101/05) estabeleça, em seu artigo 136, parágrafo 1º, que as cessões de crédito realizadas no âmbito de operações de securitização não serão revogadas ou declaradas ineficazes, a questão ainda não foi “testada” nos tribunais, o que acaba por gerar inseguranças. Alguns opinaram no sentido da necessidade de se criar condições no mercado para que o investidor possa trocar o agente cobrador (*servicer*) a qualquer tempo durante o programa de securitização, e não dependa apenas do cedente para realização desse trabalho. Isto parece especialmente importante para atrair investidores estrangeiros, que consideram esta característica crucial.

Um ponto bastante preocupante para os agentes do mercado é a divulgação e o monitoramento permanente de informações acerca do portfólio. Alguns participantes do evento manifestaram-se no sentido de que as informações atualmente exigidas e divulgadas a respeito dos emissores e dos portfólios não são suficientes para uma correta precificação dos ativos no mercado secundário. O custodiante detém grande parte dessas informações, mas disponibiliza ao mercado apenas uma pequena parcela delas, sem que haja uniformidade nas informações prestadas. Um aprimoramento das regras de disponibilização de informações ao mercado é considerado essencial para uma correta precificação dos títulos no mercado secundário.