

Interessado: International Finance Corporation

Relator: Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Introdução.

01. O International Finance Corporation ("IFC"), braço privado do Banco Mundial, pretende emitir títulos de dívida no mercado de valores mobiliários brasileiro, tendo como público alvo investidores qualificados e não qualificados ("Títulos de Dívida").
02. Os Títulos de Dívida seriam de longo prazo (3 anos) e com taxa de juros pré-fixado. O interesse do IFC na emissão seria triplo. Em primeiro lugar, captar recursos para o financiamento de projetos no Brasil. Em segundo lugar, permitir o estabelecimento de uma curva de juros de longo prazo para o mercado brasileiro, já que os Títulos de Dívida teriam risco similares aos títulos de dívida soberana local. E, por fim, fomentar o mercado secundário brasileiro de títulos de dívida.
03. O IFC pretende, portanto, acessar investidores de varejo, com títulos de dívida de longo prazo. A proteção conferida pela CVM nesse tipo de operação é, normalmente, limitada à divulgação de informações sobre o título de dívida, sobre a emissão e sobre o emissor. A decisão de investimento cabe, entretanto, ao investidor.
04. As informações são divulgadas quando da emissão dos títulos e, normalmente, devem ser atualizadas de tempos em tempos, para que o investidor possa, a todo tempo, reavaliar o valor dos seus investimentos.
05. A informação é necessária para a análise do risco do investimento. A análise de risco não tem como objetivo saber se o investidor receberá a quantia investida e sua remuneração de volta, mas, sim, permitir a atribuição de valor ao investimento. A atribuição de preço ao investimento não é feita isoladamente, mas comparativamente entre as diversas oportunidades de investimento no mercado. Em um exemplo envolvendo apenas o mercado de valores mobiliários, é de se esperar que, entre títulos de dívida com características assemelhadas, de duas companhias, avaliados como de muito baixo risco, atribua-se maior valor ao título com menor risco (todas as demais condições sendo iguais), mesmo que ambas tenham um risco muito baixo.
06. Além disso, deve-se notar que Conselho Monetário Nacional, ao autorizar a captação de recursos pelo IFC no Brasil, determinou que "*aplica-se à IFC, no que couber, a legislação referente às sociedades anônimas abertas*" (Cf. art. 2º da Resolução CMN 2.845/01).
07. O IFC pretende emitir os Títulos de Dívida, mas pretende ter um tratamento diferenciado na emissão dos seus títulos, em virtude do seu propósito e do baixo risco dos títulos por ele emitidos. Essa diferenciação dar-se-ia, principalmente, no tratamento das informações periódicas, que não seriam entregues na forma da legislação brasileira e, ainda, seriam produzidas em inglês apenas.
08. O regime brasileiro aceita diferentes requisitos de divulgação de informações a depender (i) do título emitido, (ii) do público acessado e (iii) da origem do emissor. Os títulos de curto prazo (menos de 180 dias) costumam demandar menor quantidade de informação do emissor (chegando até mesmo a dispensar o registro). Também pode-se exigir menos informações das emissões destinadas apenas a investidores qualificados. No que se refere à origem do emissor, permiti-se, em certos casos, que as demonstrações financeiras sejam produzidas seguindo os princípios contábeis da jurisdição do emissor, desde que haja nota de reconciliação (*i.e.*, uma explicação das diferenças entre os dois sistemas e o impacto dessa diferença nas demonstrações financeiras). Em qualquer caso, exige-se que as informações sejam prestadas em português.
09. O pleito do IFC parece buscar um regime novo, diferente do já adotado no Brasil. O fato de os títulos emitidos pelo IFC terem reduzidíssimo risco não me parece ser suficiente para que instituíamos, mesmo que excepcionalmente, um tal regime diferenciado. Também não me parece conveniente que, no estágio atual de disseminação da língua inglesa no Brasil, seja possível acessar o mercado de varejo brasileiro, com títulos de longo prazo, mediante a disseminação de informações periódicas apenas nessa língua e sem uma nota de reconciliação entre as práticas contábeis adotadas pelo IFC e as brasileiras.
10. As características especiais do IFC, (instituição de fomento, ligado a organismo multilateral e seu baixo risco de crédito), no entanto, permitem que a ele seja conferido um tratamento especial. Esse tratamento especial, no entanto, não pode chegar a um nível que possa ser lido como uma aceitação pela CVM de que, investimentos de baixo risco (i) prescindem de análise de risco pelo próprio investidor e (ii) podem ser avaliados sem análise de dados do emissor. Nos próximos itens, farei uma análise individualizada dos pedidos do IFC, procurando determinar até onde vai esse regime especial.

Dispensa de Registro de Companhia Aberta

11. No curso do processo de registro de emissor, o IFC e a própria Superintendência de Empresas ("SEP") encontraram uma certa dificuldade de enquadrar o IFC nas regras atualmente existentes sobre registro, tendo a SEP concluído pela possibilidade e conveniência da concessão de dispensa de registro de companhia aberta. Com essa dispensa, os investidores estariam limitados às informações constantes do prospecto e da página de internet do IFC.
12. Acho que a análise da dispensa deve ser feita por uma ótica diferente da feita da SEP, que se concentrou na inadequação dos sistemas e normas da CVM existentes à situação do IFC. Deve, também, levar em conta o art. 2º da Resolução CMN 2.845/01, que determina a aplicação das normas de sociedade anônimas abertas, no que couber. Creio, por isso, ser necessário analisar item a item o que necessita ser adequado, comparar com o que pode ser oferecido e ver o interesse do investidor para, a partir daí, decidir o que deve ser feito. Depois dessa análise sobre a necessidade das informações, caso os sistemas de acompanhamento da CVM não comportem as informações que serão exigidas, esses sistemas deverão ser adequados às necessidades.
13. Algumas das dificuldades levantadas pelo IFC para cumprimento da Instrução 202 parecem ser uma questão de adaptação da legislação brasileira, na forma prevista na Resolução CMN 2.845/01 e não implicam perda de informação ao investidor local. São elas: (i) a não entrega do estatuto social, já que o IFC é regido por um convênio, (ii) a utilização de um auditor independente não registrado na CVM, já que ele atua nos Estados Unidos (o IFC utilizou a Deloitte & Touche LLP), (iii) a não preparação de relatório de administração em conformidade com a Lei 6.404/76, já que as demonstrações financeiras do IFC são feitas em US Gaap, (iv) a não publicação das demonstrações financeiras em jornais no Brasil (elas são disponibilizadas no web site da instituição).
14. Além delas, algumas outras necessitam de uma análise pormenorizada. São elas: (i) demonstrações financeiras preparadas de acordo com a legislação brasileira e as normas da CVM (as demonstrações do IFC são preparadas em inglês/USGAAP); (ii) atas de todas as assembleias-gerais de acionistas realizadas nos doze meses anteriores à data de registro na CVM; (iii) Formulários IAN, DFP e ITR (o IFC irá protocolar suas demonstrações financeiras trimestrais e anuais em inglês, quando as mesmas demonstrações financeiras forem protocoladas junto às entidades reguladoras nos outros países nos quais o IFC já tenha emitido instrumentos de dívida).
15. Começando pelas demonstrações financeiras, creio ser esse o mais importante dos pontos levantados e sobre o qual a dispensa nos moldes apresentados mostra-se mais inconveniente. Demonstrações financeiras formam um conjunto de informações imprescindíveis para a análise do risco do

investimento e para a atribuição de valor ao investimento. Dessa forma, o argumento de que o risco IFC é quase inexistente, parece ser pouco relevante, pois essa análise deve ser feita pelo próprio investidor e não pelo regulador ou pelo emissor, como é o padrão nos mercados de valores mobiliários. Reconheço, no entanto, que as demonstrações financeiras não precisam ser apresentadas na forma e segundo as normas aplicáveis às sociedades anônimas brasileiras, mas podem sujeitar-se aos princípios contábeis norte americanos – US GAAP. Como, aliás, está previsto na regulação aplicável às companhias emissoras de BDRs (Instrução 331/00 e 332/00). Essas demonstrações financeiras, no entanto, devem ser traduzidas para português e contar com nota de reconciliação, como se exige para os emissores estrangeiros.

16. Já a necessidade de apresentação dos formulários IAN, DFP e ITR parece ser uma discussão de forma e não de conteúdo. As DFPs podem ser substituídas pelas demonstrações financeiras acima mencionadas, sem perda de qualidade de informação. O ITR pelas demonstrações financeiras trimestrais que o IFC já se comprometeu a enviar à CVM (desde que sejam traduzidas e com nota de reconciliação). O IAN podem ser substituído pelas informações anuais regularmente apresentadas pelo IFC, desde que traduzidas. Esses documentos devem ser apresentados à CVM nas mesmas datas em que sejam disponibilizadas no exterior.

17. Restam, por fim, as atas de assembleia de acionistas. Aqui, acho admissível a sua não apresentação, não só pelo caráter do IFC (banco de fomento), mas porque suas decisões relevantes quanto a estrutura do banco tendem a ser amplamente divulgadas e discutidas pela imprensa.

18. Para implementar essa decisão, deve ser editada uma deliberação específica, com o seu conteúdo, de modo a caracterizar o regime especial aplicável ao IFC. Adicionalmente, caso o IFC decida prosseguir com o registro de emissor, na forma sugerida acima, a SEP, a SSI e, se for o caso, juntamente com a Bovespa, devem providenciar a adequação dos sistema existente para a recepção das informações mencionadas nos itens 15 e 16 acima.

Dispensa de Requisitos de Registro de Oferta Pública

19. Além do pedido de dispensa de registro de emissor, o IFC fez um pedido de dispensa de requisitos de oferta pública. A SRE apresentou o Memo/SRE/GER-2/215/06, que trata da dispensa de requisitos da oferta pública, que, por tratar de matéria conexa à dispensa de registro de emissor, será por mim analisado conjuntamente. A SRE manifestou-se favoravelmente aos pedidos do IFC.

20. Antes de analisar o pedido, é importante ressaltar que a Instrução 400/00 exige informações que não se aplicam a determinados negócios. O emissor e seus assessores devem analisar as informações que são requeridas pela Instrução 400/00 e a situação fática do emissor e, daí, preparar o prospecto com as adaptações necessárias. O fato de inexistir uma determinada informação exigida não significa que o emissor está descumprindo a regra e precisa de uma dispensa. Muitas vezes, basta dizer que a informação não se aplica, ou que a situação que se pede para descrever não existe, etc.

21. No caso concreto do IFC, suas atividades não são diferentes das atividades de outras instituições financeiras. Assim, é comum que o risco seja desconcentrado, que os imóveis tenham pouca importância para as suas operações e daí por diante. As características peculiares do IFC estão mais relacionadas à sua estrutura acionária, operações com acionistas e o seu propósito não lucrativo.

22. Foram feitos 18 pedidos de dispensa pelo IFC no curso do processo de registro de oferta pública. Muitos deles tratam de mera adequação das exigências da Instrução 400/00 à realidade do IFC e as explicações fornecidas pelo IFC ou apresentam o encaminhamento adequado ou trazem as informações que devem ser prestadas. As hipóteses mencionadas nos itens (i), (ii), (iii), (iv), (v), (vi), (vii), (ix), (x) (xi), (xii) (xiii), (xiv), (xv) e (xvi) do pedido do IFC, por exemplo, são informações que, no caso do IFC, ou são em seu conjunto irrelevantes, ou são irrelevantes individualmente ou são inexistentes. Nas informações que se enquadrem na primeira hipótese, deve haver no prospecto a explicação de porque a informação não é relevante. Na segunda hipótese, deve haver a descrição agregada. Na terceira hipótese, deve-se esclarecer que não há informação a ser prestada (no caso de reorganizações societárias, por exemplo) ou que o IFC não adota determinada prática (no caso da inexistência de política de dividendos e ausência de distribuição deles, por exemplo).

23. Com isso, restam 3 pedidos, sendo que dois deles não podem, ainda, ser considerados como pedido de dispensa (ou, se preferir) o pedido de dispensa não pode ser concedido. Refiro-me às informações relativa aos funcionários (atividades, distribuição geográfica, etc) e as relativas aos contratos com coordenadores. No primeiro caso, a informação é relevante para a compreensão do funcionamento do IFC e as informações podem (ou melhor, devem) ser dadas em números agregados. Quanto aos acordos celebrados entre o IFC e os Coordenadores, é possível fazer uma descrição genérica, como a constante do pedido do IFC, com relação a todos os contratos com os coordenadores que tenham sido celebrados no curso normal dos negócios, com informações agregadas. Apenas contratos que se refiram diretamente à oferta ou tenham sido celebrado em decorrência ou como complementação ou que estejam de outra forma relacionados com a oferta devem ser descritos individualizadamente.

24. Com esses dois esclarecimentos, resta o único real pedido de dispensa de requisito, que é a permissão para que o Coordenador Líder deixe de prestar a "declaração do Coordenador Líder nos termos do Artigo 56 da Instrução CVM nº 400, tendo em vista que não será realizada auditoria jurídica no Emissor, em decorrência de seu status de organização internacional". Acredito ser possível conceder a dispensa solicitada, tendo em vista que o IFC é uma organização multilateral, tradicional, da qual o Brasil faz parte, voltada para o fomento da atividade econômica, que não tem, como objetivo, a geração de lucro para distribuição entre seus acionistas e dirigentes. Esse fato, em conjunto, com a declaração do IFC no prospecto de que ele contém todas as informações relevantes a serem consideradas para propósito do investimento em seus valores mobiliários, faz-me acreditar que a declaração possa deixar de ser dada, com relação aos negócios e situação financeira do IFC. O Coordenador Líder deverá, no entanto, fazer a declaração exigida no art. 56 da Instrução 400/00, com relação (i) à regularidade legal e institucional dos Títulos de Dívida, e (ii) à exequibilidade e demais regras aplicáveis à cobrança judicial, pelos titulares dos Títulos de Dívida, do valor do crédito, caso o IFC recuse-se, por qualquer motivo, a fazer os pagamentos.

É o voto.

Rio de Janeiro, 17 de outubro de 2006.

Pedro Oliva Marcílio de Sousa

Diretor-Relator