

Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
Rua Sete de Setembro, 111, 23.º Andar,
Rio de Janeiro – RJ
CEP 20050-901
Brasil

Por e-mail (para audpublica1314@cvm.gov.br)

Frankfurt am Main, 20 de fevereiro de 2015

Exmos. Senhoras e Senhores,

Resposta à Audiência Pública SDM N.º 13/2014 da Comissão de Valores Mobiliários, sobre a Minuta de Instrução que dispõe sobre a distribuição de Certificados de Operações Estruturadas - COE

O Commerzbank Aktiengesellschaft vem, pela presente, submeter à consideração da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) alguns comentários e sugestões relativamente ao conteúdo da Minuta de Instrução que dispõe sobre a distribuição de Certificados de Operações Estruturadas (“COE”) (a “Minuta”).

Antes de mais, gostaríamos de felicitar a CVM, e as demais autoridades brasileiras que estiveram envolvidas neste processo, pelos passos tomados na adoção da regulamentação dos COE. Estamos confiantes de que este esforço constituirá mais um marco na legislação financeira do Brasil e permitirá ao mercado de capitais brasileiro evoluir para um novo patamar, ao conferir aos investidores locais a possibilidade de diversificar o risco dos seus portfólios e aceder a novos produtos, mas simultaneamente assegurando a transparência e integridade do mercado.

No entanto, de forma a melhor atingir estes objetivos, entendemos respeitosamente que algumas das soluções contempladas na Minuta poderão ainda ser desenvolvidas, como de seguida se propõe:

1. Possibilidade de preparação e entrega de um Documento de Informações Essenciais “Genérico”

De acordo com a Minuta, em particular os artigos 3.º e 4.º, a obrigação de preparar e entregar um Documento de Informações Essenciais (“**DIE**”) relativo aos COE aplicar-se-á a cada produto que alguma vez seja transacionado por um investidor, independentemente de esse produto ser substancialmente idêntico a outro produto que o investidor em questão tenha já investido. Nestes termos, um investidor que já tivesse adquirido, por exemplo, um COE de “Investimento com Valor Nominal em Risco” de um determinado emissor, com o mesmo comportamento (digamos, que replicasse a evolução do ativo subjacente utilizado como referencial, como um certificado “*tracker*” simples), sobre o mesmo tipo de ativo subjacente (como um índice de títulos), terá que receber um DIE e continuamente manifestar o conhecimento dos riscos aplicáveis sempre que decidir investir num COE semelhante.

Segundo entendemos, o objetivo é assegurar que o investidor se torna e declara efetivamente ciente dos riscos do seu investimento. No entanto, caso o produto seja efetivamente similar (i.e. apresente os mesmos riscos que o anterior, por ser emitido pelo mesmo emissor e ter um comportamento idêntico por referência a subjacentes equiparáveis) este objetivo é alcançado com a entrega e tomada de conhecimento do primeiro DIE, tornando redundante a entrega de DIE posteriores. Especialmente no caso de produtos admitidos à negociação em mercado, este processo pode até prejudicar os interesses do investidor, na medida em que tornará ineficiente a realização de uma transação para a qual o investidor em causa já se declarou ciente dos riscos e relativa à qual a rapidez de execução e transação é particularmente relevante.

Tendo em atenção este princípio de eficiência – estando acautelados os princípios de transparência e proteção do investidor –, cabe notar que nalgumas jurisdições foi adotada legislação que permite obviar a esta repetição de processos.

É o caso do Regulamento da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários n.º 2/2012, relativo aos deveres de informação que deverão ser cumpridos na comercialização de produtos financeiros complexos (o “**Regulamento PFC**”), em Portugal, que permite a preparação e entrega única de um documento de informações fundamentais para o investidor (o “**IFT**”) comum a um mesmo tipo de produtos (o

designado “IFI genérico”)¹. É também o caso do Regulamento (UE) n.º 1286/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, sobre o documento de informação fundamental (o “DIF” ou “KID”, na sigla inglesa) para pacotes de produtos de investimento de varejo e produtos de investimento com base em seguros (na sigla inglesa, os “PRIIP”) (o “Regulamento PRIIP”), da União Europeia, que permite que ao investidor que invista no mesmo tipo de produto a obrigação de entrega do DIF apenas se aplica à primeira transação².

Em ambos os casos, o legislador reconhece que existe uma identidade entre certos tipos de produtos que faz com que a repetição da entrega do IFI ou do DIF se torne desnecessária, facilitando o processo de investimento, e assim dinamizando o mercado, sem diminuir a proteção do investidor e a integridade do próprio mercado.

Sugestão: De acordo com o acima exposto, propomos introduzir um parágrafo adicional no artigo 4.º e no artigo 6.º (neste caso, renumerando o parágrafo único como parágrafo 1.º) da Minuta, com o seguinte conteúdo:

“Art. 4.

Parágrafo único. Se forem realizadas transações sucessivas em relação à mesma categoria de COE pelo ou em nome do mesmo investidor, a obrigação de fornecer um DIE nos termos da norma constante do **caput** só é aplicável à primeira transação, desde que o DIE em causa contenha todas as informações necessárias para que o investidor tome uma decisão de investimento esclarecida sobre as características e riscos da categoria de COE a que respeita.” (NR)

“Art. 6.

.....

§ 1º (anterior Parágrafo único)

§ 2º O conteúdo descrito nos incisos do **caput** deve ser devidamente adaptado no caso de DIE genérico aplicável a uma mesma categoria de COE.” (NR)

¹ Ver artigos 6.º, n.ºs 1 e 6, e 8.º, n.º 1, do Regulamento PFC.

² Ver artigo 13.º, n.º 4, do Regulamento PRIIP.

2. **Clarificação do conteúdo do DIE**

Saudamos a norma que regula o conteúdo mínimo do DIE, o artigo 6.º da Minuta, pela simplicidade e objetividade gerais, em contraste com algumas normas impostas noutras jurisdições, que tornam o documento equivalente ao DIE muito complexo e, aliadas às regras de formatação e *layout* aplicáveis, de difícil leitura e compreensão pelo investidor.

Em todo o caso, alguns dos itens previstos nos incisos do caput do artigo 6.º levantam-nos algumas dúvidas, as quais talvez possam ser sanadas com ligeiras adaptações, como se segue:

- (a) O inciso XI impõe a apresentação “de dados completos sobre todas as possibilidades de desempenho do COE” (nossa ênfase). Na medida em que o COE depende do comportamento de um ativo subjacente que pode variar num intervalo teoricamente infinito, parece-nos que será demasiado exigente que se obrigue a apresentar “todas” as possibilidades de desempenho do COE.

Se entendemos bem (como retiramos dos exemplos de outras jurisdições), estará aqui em causa a necessidade de evidenciar ao investidor a amplitude de cenários de retorno que o seu investimento poderá gerar, variando entre o melhor cenário possível e o pior cenário possível. Nesta medida, tanto no caso do Regulamento PFC³ como no do Regulamento PRIIP⁴, esta obrigação está um pouco mais concretizada e, neste item em concreto, poderão servir de exemplos a seguir.

Sugestão: De acordo com o anterior, sugerimos substituir o inciso XI do artigo 6.º da Minuta pelo seguinte:

“Art. 6.
.....

³ Ver artigo 13.º, n.º 1, alínea a), do Regulamento PFC.

⁴ Ver artigo 8.º, n.º 3, alínea d), subalínea iii), do Regulamento PRIIP.

XI – dados completos sobre os cenários do pior resultado possível e o melhor resultado possível de desempenho do COE em resposta ao comportamento dos ativos subjacentes utilizados como referencial;

.....” (NR)

- (b) O objetivo último do inciso XIII parece ser o de permitir ao investidor, através do DIE, tomar conhecimento de todos os aspetos relevantes para que este possa avaliar a liquidez do seu potencial investimento. Notamos, contudo, que em nenhum dos incisos do caput do artigo 6.º se obriga à divulgação de se o COE será admitido à negociação e em que mercado quando, no nosso entendimento, um dos aspetos mais importantes para aferir da liquidez do produto é precisamente se o produto será negociado em mercado e (de resto, como já se prevê no inciso XIII) se haverá um formador de mercado instituído.

Poderá alegar-se que a expressão “condições de liquidez do investimento” incluem o facto de o COE ser admitido à negociação mas, de forma a não deixar dúvidas, e à semelhança do que sucede em Portugal⁵, por exemplo, propomos tornar essa referência expressa.

Sugestão: De acordo com o anterior, sugerimos substituir o inciso XIII do artigo 6.º da Minuta pelo seguinte:

“Art. 6.

.....

XIII – aviso sobre as condições de liquidez de investimento, incluindo informações sobre a admissão à negociação do COE e o formador de mercado, se houver;

.....” (NR)

- (c) Finalmente, notamos que a Minuta não faz referência à possibilidade de alguma informação relevante ser complementada com remissões para outros documentos, o que nos parece que seria útil para complementar alguma informação obrigatória, como é o caso da constante do inciso XII do caput do

⁵ Ver artigo 16.º, n.º 1, do Regulamento PFC.

artigo 6.º. A intenção não é deixar de fora do DIE elementos que sejam obrigatórios mas referir o investidor para outros documentos que possam complementar a informação – que se pretende sintética – do DIE.

Trata-se de algo que em Portugal se encontra previsto legalmente mas que a prática tem levado ainda mais longe⁶ e que o legislador comunitário aceitou de forma expressa recentemente⁷.

Sugestão: De acordo com o anterior, propomos introduzir um parágrafo adicional no artigo 6.º (neste caso, agora como parágrafo 3º) da Minuta, com o seguinte conteúdo:

“Art. 6.

.....

§ 3º O DIE não pode conter referências cruzadas a elementos de promoção comercial mas pode conter referências cruzadas a outros documentos, incluindo o prospeto, se aplicável, e exclusivamente se a referência cruzada estiver relacionada com a informação cuja inclusão no DIE é exigida pela presente Instrução.” (NR)

3. Eliminação de limitações temporais à negociação de COE em mercado secundário

Registamos com satisfação o esforço da CVM em permitir que a disponibilização de COE no mercado brasileiro seja feita, quando aplicável, de forma mais célere e/ou com recurso a formas de distribuição simplificadas.

É o caso, nomeadamente, da dispensa de registro do emissor que se prevê incluir no artigo 7.º da Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2008, e da possibilidade de recorrer às ofertas públicas com esforços restritos, as quais já se destinam também aos COE, conforme a redação atual do parágrafo 1.º do artigo 1.º da Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009.

⁶ Ver artigo 24.º do Regulamento PFC. A referência é apenas à existência de prospeto ou outro documento informativo. No entanto, na prática, certos elementos do IFI fazem remissão, de forma complementar, para secções concretas do prospeto ou de outros documentos publicamente disponíveis.

⁷ Ver artigo 6.º, n.º 2, do Regulamento PRIIP.

Relativamente a esta última possibilidade, não podemos deixar de registar que, no entanto, o seu alcance se encontra severamente limitado pelas próprias normas da Instrução CVM n.º 476. Com efeito, conforme disposto no artigo 13.º da Instrução CVM n.º 476, os COE distribuídos através de oferta com esforços restritos apenas poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 dias da respetiva subscrição ou aquisição pelos investidores que os subscrevam.

Trata-se de uma restrição temporal que, relativamente aos investidores de COE, perde alguma razão de ser quando lida em conjunto com a Minuta.

Na verdade, em todas as jurisdições em que a oferta de produtos estruturados como os COE se encontra limitada por deveres especiais de cuidado, informação e transparência para com os investidores, é a preocupação com essa informação e transparência que deve nortear as regras aplicáveis. Nesse sentido, a Minuta já prevê que qualquer transação num COE exigirá o conhecimento do respetivo DIE por parte do investidor, seja no mercado primário (subscrição) seja no mercado secundário (aquisições supervenientes). No caso dos COE, entendemos que a restrição temporal que resulta da Instrução CVM n.º 476 é apenas um obstáculo adicional à criação do mercado secundário de COE e, assim, em última análise, um obstáculo aos objetivos declarados pela CVM de “disseminação da cultura de investimentos de longo prazo no país” e de tornar “acessível ao investidor uma maior diversificação de riscos”.

Notamos ainda que é uma norma que nem sequer é absoluta pois o parágrafo único do artigo 13.º da Instrução CVM n.º 476 prevê situações em que essa restrição temporal não é aplicável, como sucede nas “negociações com ações, bônus de subscrição e certificados de depósito de ações”. Por não descortinarmos princípios absolutos que o devam impedir esta extensão, a nossa sugestão é alargar este elenco de exceções aos COE.

Sugestão: De acordo com o anterior, propomos introduzir um novo artigo 13.º (renumerando os seguintes artigos) na Minuta, com um dos seguintes conteúdos:

Alternativa A:

“Art. 13. O artigo 13º da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 13.”

Parágrafo único. A restrição prevista no **caput** não é aplicável às negociações com ações, bônus de subscrição, certificados de depósito de ações e certificados de operações estruturadas.” (NR)” (NR)

Alternativa B:

“Art. 13. A vedação prevista no **caput** do art. 13 da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, não se aplica às emissões de COE realizadas nos termos da referida Instrução.” (NR)

* * *

As sugestões que apresentamos baseiam-se na experiência prática obtida na emissão, distribuição e admissão à negociação de produtos estruturados semelhantes aos COE nos mercados internacionais, nomeadamente em países da União Europeia, pelo que esperamos que venham a ser acolhidas pela CVM, de forma a serem incorporadas na versão final da Instrução relativa à distribuição dos COE.

[Para o caso de a CVM entender que há alguma dúvida a respeito das nossas propostas, ou pretenda discutir alguns dos pontos que levantamos neste documento, estamos naturalmente disponíveis para aprofundar o debate sobre algum aspecto da Minuta. Para o efeito, deixamos os nossos contactos:

Pessoa(s) de contacto: Hélio da Silva Cláudio

Telefone: +49 69 136 47847

E-mail: helio.dasilvaclaudio@commerzbank.com

Sem outro assunto, agradecemos a atenção dispensada a esta resposta e fazemos votos para que este contributo sirva o sucesso dos COE e a contínua evolução do mercado de capitais do Brasil, nos quais confiamos plenamente.

Atenciosamente,

Commerzbank Aktiengesellschaft

Hélio da Silva Cláudio
MD, Head of Public Distribution International