



v'treo

São Paulo, 28 de fevereiro de 2020.

À

Comissão de Valores Mobiliários

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

[audpublicaSDM0819@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0819@cvm.gov.br)

**OBJETO:** Manifestação ao Edital de Audiência Pública SDM 08/2019 (“Edital”)

**MANIFESTANTES:**

- a) Empiricus Research Publicações Ltda., inscrita no CNPJ/MF sob o n. 11.431.155/0001-07 (“Empiricus”); e
- b) Vitreo DTVM S.A., inscrita no CNPJ/MF sob o n. 34.711.571/0001-56 (“Vitreo”).

**COMENTÁRIOS:**

**1. INTRODUÇÃO E CONTEXTO**

Empiricus e Vitreo decidiram por esta manifestação conjunta em razão do alinhamento de suas opiniões em relação ao Edital, de suas filosofias empresariais e de sua busca comum pelo melhor interesse do investidor nacional.

Neste sentido, as Manifestantes parabenizam esta Comissão por mais um relevante esforço na busca pela modernização da estrutura jurídica do mercado de capitais nacional. O Edital claramente demonstra a preocupação desta CVM em acertar o fino balanço entre o aumento do leque de produtos disponíveis ao investidor nacional e a manutenção das proteções e salvaguardas essenciais ao mercado Brasileiro.

As Manifestantes entendem que o momento que o Brasil vive representa uma nova era no mercado nacional. As formas virtuais de comunicação elevaram significativamente a quantidade de conhecimento disponível aos investidores e mudaram completamente a dinâmica das ofertas de serviços e oportunidades de investimento. As consistentes quedas na taxa de juros nacional (SELIC) direcionaram e

continuarão direcionando o investidor brasileiro para investimentos com um pouco mais de risco, buscando um pouco mais de retorno – sendo importante recordar que o acréscimo de risco aqui mencionado tem um quê de obviedade, já que nossos títulos públicos tinham taxas de retorno vertiginosas com uma quase-ausência de risco, e esta sim era a anormalidade.

As reformas jurídicas que o mercado nacional vem passando na última década preparou o país para este momento. Os prestadores de serviço contam com regulamentação clara e estrita, as responsabilidades dos *players* estão bem determinadas e os ambiente de negociação seguros e tecnológicos. Os precedentes da CVM tornam-se cada vez mais sólidos e nosso mercado amadurece cada dia mais, a olhos nus.

Assim, nosso momento traz duas realidades quase inegáveis:

- 1) O **crescimento** do número de investidores no mercado nacional é **dado**, e deve permanecer crescente por um bom tempo;
- 2) Nosso mercado está legalmente **preparado para suportar** este crescimento.

No entanto, a pergunta que fazemos é: **o que a Comissão pode fazer para estimular este crescimento?** Até que ponto o arcabouço jurídico atual impede este crescimento, afastando ou impossibilitando investidores de acessar as melhores oportunidades disponíveis do nosso mercado regulado? Deve esta Comissão agir de forma reativa a este crescimento, ou deve antecipá-lo, construindo uma estrada não só segura para que ele aconteça, mas que também cria condições para seu desenvolvimento ao seu máximo potencial? Onde está o equilíbrio entre a proteção do investidor e o sacrifício da rentabilidade da poupança pública?

Entendemos que o momento convida a termos, nas palavras de Ray Dalio, a mente radicalmente aberta. Não só no contexto do Edital, mas também na percepção do nosso quadro regulatório como um todo. Os comentários trazidos pelas Manifestantes nesta comunicação tem este espírito embutido, com um objetivo muito claro: o de disponibilizar ao investidor brasileiro as melhores e mais seguras oportunidades de investimento.

## **2. CONCEITO DE EMISSOR ESTRANGEIRO**

As Manifestantes expressam sua concordância à nova proposta desta Comissão, ao conceituar o emissor estrangeiro pelo local de sua sede, e não de seus ativos ou receitas. O principal efeito positivo desta mudança não será só o de possibilitar a uma grande quantidade de empresas o acesso ao mercado nacional – mas principalmente, possibilitar aos investidores acessar diferentes e novos tipos de produtos de forma organizada, segura e regulada, por mais que apresentem diferentes riscos.

A diferença dos direitos políticos entre um BDR e uma ação de companhia brasileira são nítidos, e podem (e devem) ser plenamente entendidos pelo investidor. Entendemos que empresários brasileiros que busquem o caminho do BDR para acessar o mercado nacional apenas para driblar questões societárias e

diminuir direitos dos investidores, sem uma fundamentação efetivamente racional, serão avaliados, julgados e eventualmente economicamente penalizados pelo próprio mercado em suas emissões.

### **3. AQUISIÇÃO POR INVESTIDORES NÃO QUALIFICADOS**

Entendemos este como o grande avanço conceitual do Edital, por lidar com uma questão importantíssima que afeta os produtos nacionais – o da qualificação do investidor.

Na esteira do raciocínio de “quanto mais produtos regulados e disponíveis, melhor”, as Manifestantes expressam sua concordância com a permissão para que investidores de varejo adquiram BDRs Nível I.

No entanto, as Manifestantes entendem que a obrigação adicional para esta situação, de tradução de determinadas informações adicionais para o português, não é conveniente. Em nosso entendimento, a barreira de linguagem deve ser fator de consideração pela instituição intermediária **no momento da verificação da adequação do perfil de risco do investidor ao ativo.**

Diversos são os argumentos contra a obrigação da tradução dos documentos sob a ótica do emissor. Os custos trazidos, o tempo para preparar a tradução quando comparado ao dinamismo do mercado, etc. Mas nossa preocupação não se relaciona com o emissor, e sim com o investidor. Sob uma ótica fundamentalista de análise, intelectualmente honesta, são muitas as informações necessárias sobre um emissor para se tomar uma decisão de investimento. É necessário o entendimento do mercado, dos seus fornecedores, da economia local, da cultura e da própria linguagem do emissor para a tomada de decisões conscientes e informadas. Por isso, entendemos que exigir a tradução de um recorte específico de informações não traz base suficiente para uma tomada de decisão plena, transformando proteção em obstáculo: impõe custos e dificuldades ao emissor, e não cumpre seu propósito de auxiliar o investidor em sua tomada de decisão, podendo ser ineficiente do ponto de vista regulatório.

Assim, nossa sugestão é a de que não haja exigência de traduções adicionais na situação comentada, apenas o reforço do dever dos intermediários com relação ao *suitability* do investidor, inclusive no que diz respeito ao idioma dos documentos do emissor.

Na esteira deste comentário, as Manifestantes, cientes de que os próximos dizeres extrapolam o escopo do Edital, mas enxergando a forte conexão dos assuntos, trazem à Comissão um convite à reflexão: ainda faz sentido restringir o público-alvo de valores mobiliários regulados por esta CVM à qualificação dos investidores? Notem que aqui não nos referimos às modalidades de ofertas, e sim aos emissores.

Entendemos que os conceitos de investidores de varejo, qualificados e profissionais presentes na Instrução CVM 539/2013 foram e são importantes para o mercado de capitais nacional. Justamente através deste método, o mercado nacional pôde se desenvolver de forma parcimoniosa e estruturada, assimilando o aumento de seus investidores com as salvaguardas devidas.

No entanto, o que antes foi proteção, hoje começa a se tornar obstáculo, podendo resultar em efeito perverso: o sacrifício da rentabilidade da poupança pública, do investidor de varejo. Como já dito



anteriormente, a queda consistente da taxa básica de juros leva o investidor nacional a ativos mais sofisticados. Restringir determinados produtos financeiros ou impor limites de concentração a investidores qualificados ou profissionais (como FIPs, FIDCs, fundos 555 com exposição no exterior ou diferentes limites, etc.) tira do investidor de varejo a possibilidade de se expor a ativos que, hoje em dia, são necessários para uma carteira balanceada.

Desde que esta CVM adota o conceito de qualificação do investidor, as regras de todos os participantes e de todos os emissores foram profundamente e positivamente alteradas. Nossa indústria passou por uma transformação extremamente virtuosa, com a forte disseminação da cultura de *compliance* e com a criação de diversos canais de informações sobre os produtos, frequentemente acessadas pelos investidores nacionais. O processo de *suitability* demonstrou-se decisão acertada que, somada com o princípio da transparência e da divulgação de informações, montou uma estrutura de segurança importante para a relação entre investidor, intermediário e ativo.

Restringir produtos à qualificação dos investidores, neste novo momento do mercado nacional, nos parece uma proteção que esta Comissão pode considerar abrir mão. Ao somarmos (a) as informações disponíveis dos produtos financeiros regulados pela CVM, (b) as responsabilidades bem definidas dos intermediários, e (c) o processo de *suitability*, com a atribuição de um perfil de risco a um determinado produto e a verificação da sua adequação ao perfil de risco do investidor; enxergamos um *onboarding* bastante robusto e seguro do investidor de varejo em sua navegação pelo mercado de capitais nacional.

Dito isto, nossa sugestão é a de que, no momento oportuno, esta Comissão reveja este conceito, passando a permitir que todos os valores mobiliários regulados por V.Sas. sejam adquiridos por quaisquer perfis de investidores, incluindo os de varejo, desde que precedidos por um diligente processo de *suitability*. A proteção regulatória que o investidor de varejo nacional precisa desta Comissão, hoje, é aquela que o acompanha em novas oportunidades, e não a que o censura delas.

Vale adicionar: entendemos que os conceitos de investidor de varejo, qualificado e profissional devem ser mantidos para efeitos de modalidades de oferta dos valores mobiliários, como já ocorre hoje. Em formato similar ao encontrado em mercados mais desenvolvidos, a qualificação do investidor seria gatilho para o tipo de oferta que este pode acessar (pública ou com esforços restritos, com mais ou menos informações disponíveis), mas não o produto. Por que um investidor de varejo não deveria acessar um FIP com gestão e administração profissionais, distribuídos em regime de oferta pública, caso seu perfil de risco seja compatível?

A premissa de que o investidor de varejo Brasileiro não tem conhecimento suficiente de mercado para acessar determinados produtos pode e deve ser alterada, inclusive em razão dos esforços de educação desta Comissão. Com as informações exigidas pelos regimes de ofertas públicas destinadas ao varejo, em um momento tão delicado da poupança nacional, entendemos que esta Comissão tem a oportunidade de dar mais um passo rumo à sofisticação e pleno desenvolvimento do mercado de capitais nacional, ampliando a capacidade dos investidores de varejo e suas oportunidades de ganhos e proteções financeiras. Este movimento deixaria nosso mercado ainda mais atrativo para o investidor nacional, incentivando o tão necessário movimento de transição da poupança para o mercado de capitais.



#### 4. BDRS COM LASTRO EM COTAS DE FUNDOS DE ÍNDICE E OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS

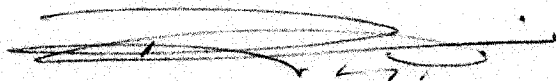
As Manifestantes entendem que tais iniciativas estão conectadas com o espírito de ampliação da gama de produtos disponíveis ao investidor nacional, tão necessário e desejado. Por isso, manifestam sua plena concordância com as sugestões desta Comissão trazidas pelo Edital.

No entanto, no que se refere aos BDRs com Lastro em Cotas de Fundos de Índice, as Manifestantes entendem que impor restrições da Instrução CVM n. 359/2002 aos fundos que compuserem o lasto destes BDRs pode ter efeito negativo na capacidade de criação deste produto.

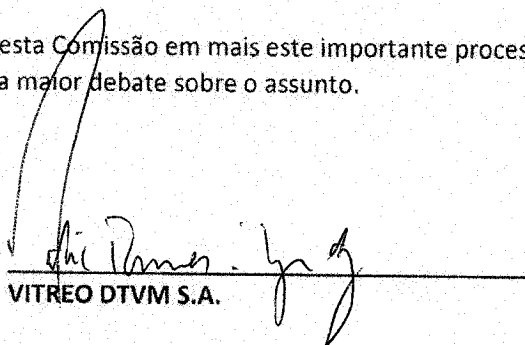
Embora a regulamentação do nosso mercado seja um exemplo de prudência para o restante do mundo, as características específicas da nossa regulação sobre os emissores fazem com que se encontrem poucos paralelos em outros mercados. Diferentes jurisdições tem diferentes heurísticas legislativas e diferentes preocupações, embora normalmente partam de bases principiológicas similares. Por isso, a tentativa de compatibilizar a legislação nacional com a legislação estrangeira sob a ótica do emissor tende a ser frustrada. A experiência dos Fundos regulados pela Instrução CVM n.555/14 que buscam adequar-se ao Anexo 101 demonstra tal dificuldade – são poucas as jurisdições que trazem interferências similares às nossas (ou mesmo entre si) nos produtos financeiros. Usualmente, encontramos mais compatibilidade legislativa na regulamentação sobre as ofertas e sobre os prestadores de serviço do que na regulamentação sobre produtos financeiros específicos. Por isso, nossa sugestão é a de que a compatibilidade buscada por esta Comissão em relação ao lasto dos BDRs de cotas de fundos de índice seja, além do mercado reconhecido, em relação à necessidade de registro e regulação dos gestores e auditores de tais fundos de forma similar à brasileira, criando a confluência legislativa necessária entre os prestadores de serviço dos produtos, e não dos produtos em si.

#### CONCLUSÃO

As Manifestantes agradecem o espaço e a iniciativa desta Comissão em mais este importante processo de audiência pública. Colocamo-nos à disposição para maior debate sobre o assunto.



EMPIRICUS RESEARCH PUBLICAÇÕES LTDA.



VITREO DTVM S.A.