



Rio de Janeiro, 28 de fevereiro de 2020

## **À Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**

Comissão de Valores Mobiliários – CVM  
Rua Sete de Setembro nº 111, 23º andar  
Rio de Janeiro/RJ, CEP: 20050-901  
(Via e-mail audpublicaSDM0819@cvm.gov.br)

### **Assunto: Edital da Audiência Pública SDM 08/19 – Alterações normativas relacionadas à emissão de certificados de depósito de valores mobiliários -BDR.**

Prezados Senhores,

Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda (“IP”) em resposta ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 08/2019, de 11 de dezembro de 2019 (“Edital”) submete à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários à minuta de instrução contendo alterações normativas relacionadas à emissão de certificados de depósito de valores mobiliários – Brazilian Depositary Receipts (“BDR”).

Vale destacar que a IP é associada à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“ANBIMA”) e teve a oportunidade de acompanhar os debates de associados sobre o Edital em fóruns da ANBIMA. Sem prejuízo dessa participação, e especialmente pela experiência específica da IP em relação ao tema do Edital, em adição aos comentários da ANBIMA, a IP considera que a apresentação de sugestões com foco em aspectos específicos da norma poderia contribuir para o aperfeiçoamento do arcabouço regulatório, em especial para o aumento da capacidade de investimento pelos fundos de investimento (“FI”).

Para maior facilidade de análise, apresentamos a seguir nossos comentários e sugestões em tópicos específicos sobre os pontos que consideramos mais pertinentes em relação aos temas objeto do Edital.

[IP-CAPITALPARTNERS.COM](http://IP-CAPITALPARTNERS.COM)

RUA DIAS FERREIRA 190, 702  
LEBLON . RIO DE JANEIRO . RJ  
CEP 22431.050

## **1. Tradução de informações para o português - Proposta de alteração no art. 3º da Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000**

O Edital traz como uma de suas propostas a possibilidade de aquisição de BDR Nível I por quaisquer investidores, desde que cumpridos alguns requisitos. Dentre os requisitos estabelecidos está a obrigação de apresentação de todas as informações e documentos das companhias emissoras dos valores mobiliários que sirvam de lastro às BDRs em português.

Entendemos que constitui uma preocupação do regulador assegurar ao potencial investidor brasileiro a possibilidade de conhecer o conteúdo das informações das companhias emissoras em seu próprio idioma, mas, ao nosso ver, tal obrigatoriedade acarreta maior complexidade operacional nas emissões de BDR Nível I, sem o correspondente benefício ao potencial investidor e ao mercado em geral.

Não podemos deixar de alertar que o rol de documentos que teriam que ser traduzidos é muito amplo, o que certamente aumentará o custo de emissão dos BDRs Nível I. Neste contexto, tais custos podem inviabilizar a oferta de BDRs ao público em geral, ou, caso venham a ocorrer, onerar o investidor por um serviço que poderia ser dispensado. Entendemos que a preocupação com a diferença de idiomas é legítima, mas consideramos que muitos investidores podem ter bons conhecimentos do idioma em que os documentos são originalmente apresentados e, caso não possuam tal familiaridade, podem contar com diversas ferramentas gratuitas e públicas de boa qualidade disponíveis para tradução de tais documentos. Infelizmente, optando a norma por tratar como obrigatória a necessidade de apresentação dos documentos em português, tais ferramentas não poderiam ser utilizadas pelos depositários, em virtude do caráter oficial que a norma atribui a tais documentos traduzidos.

Neste sentido, apresentamos 2 (duas) alternativas para o tema. A primeira delas seria não criar a exigência de apresentação dos documentos em português, de forma a não aumentar as obrigações já existentes aos programas de BDR Nível I vigentes. Pela nossa experiência, identificamos que as instituições depositárias já divulgam em português informações relacionadas a eventos corporativos que possam ter impacto direto sobre as BDRs, tais como anúncios de pagamento de dividendos ou juros sobre capital

próprio, emissão de bonificação ou direitos de subscrição, eventos de desdobramento ou grupamento, além de eventos de alta relevância como fusões e aquisições.

A segunda opção seria abordar a questão com o auxílio das regras de suitability. Neste sentido, mediante ajuste na norma correspondente, caberia ao intermediário responsável pela execução da ordem de compra da BDR solicitar ao investidor interessado a informação quanto à familiaridade com o idioma utilizado pela companhia emissora do valor mobiliário lastro das BDRs, para que então tenha acesso à aquisição das BDRs. Estamos cientes de que esta segunda opção desencadearia a necessidade de ajustes de sistemas e procedimentos dos intermediários, porém seu custo seria único, quando da dita adaptação, evitando os custos recorrentes de tradução ao longo da existência dos programas de BDR.

## **2. Ajustes ao texto da Instrução CVM 555, de 14 de dezembro de 2014 (“ICVM 555”)**

Diante da proposta apresentada no Edital de criação de BDRs com lastro em cotas de fundos de índices negociados no exterior (“BDR ETF”), bem como em valores mobiliários representativos de dívida (“BDR Dívida”), o Artigo 10 do Edital apresenta uma proposta de ajuste pontual à redação da ICVM 555 de modo que as referências existentes na dita instrução sejam adaptadas para atingir somente as BDRs Nível I que tenham como lastro ações de companhias.

Gostaríamos, no entanto, de aproveitar este momento de adaptação da norma que trata das BDRs para sugerir alguns ajustes à ICVM 555, não só para adaptá-la às BDR ETF e BDR Dívida, como para tornar mais isonômico o tratamento dado aos fundos de investimento em suas diversas categorias.

Neste sentido, cumpre mencionar que a IP já apresentou à CVM, por meio de consulta de participante de mercado realizada em 07 de novembro de 2019 (“Consulta IP”), uma proposta de revisão de artigos da ICVM 555 em relação ao tratamento das BDRs Nível I, tendo como foco a equiparação regulatória entre os fundos multimercados (“FIM”) e os fundos de ações (“FIA”) em relação à capacidade de investimento no exterior identificado pelo Processo CVM 19957.010399/2019-84, cuja resposta foi emitida através do Ofício no 97/2019/CVM/SIN/GIFI.

Por ocasião da Consulta IP, foi mencionado que as BDRs passaram a ser tratadas expressamente pela CVM como ativos passíveis de integrarem a carteira dos fundos de investimento a partir Instrução CVM n.º 450, de 30 de março de 2007 (“ICVM 450”), que introduziu alterações à Instrução CVM n.º 409, de 18 de agosto de 2004 (“ICVM 409”). Nesta ocasião passaram a ser listados na regulação da CVM os ativos financeiros nos quais os fundos de investimento poderiam realizar aplicações, bem como especificadas as regras e limites a serem observados para investimentos em ativos no exterior, tendo sido indicado pelo regulador que *“BDR classificados como nível I, de acordo com o disposto no art. 3º, §1º, inciso I da Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000, equiparam-se aos ativos financeiros no exterior.”* (art. 2º, §7º). Não havia nos normativos vigentes a vinculação direta entre a aquisição de BDRs nível I e os fundos de investimento classificados como “Ações” ou a concessão de qualquer tratamento diferenciado a esta classe de fundos.

A Consulta IP destaca, ainda, que somente a partir das alterações à ICVM 409 introduzidas pela Instrução CVM 512, de 20 de dezembro de 2011 (“ICVM 512”) tal sistemática foi alterada, sendo estabelecido que as BDRs nível I passariam a integrar, para fins de enquadramento e em conjunto com os demais ativos financeiros do mencionado dispositivo da regulamentação, o percentual mínimo de 67% em renda variável estabelecido para os FIAs, desde que tal FIA (i) fosse destinado a investidores qualificados; e (ii) apresentasse em seu nome a designação “Ações – BDR Nível I”. A mesma sistemática foi mantida ICVM 555, tendo havido, no entanto, maior flexibilização quando ao perfil dos investidores.

Cabe mencionar que a ICVM 555 só possibilita a inclusão dos BDRs nível I no rol dos ativos financeiros computados para o mínimo de 67% em renda variável, bem como dispensa os limites de concentração por emissor, se o FIA tiver o sufixo “Ações – BDR Nível I”. No entanto, ações adquiridas diretamente no exterior detidas por um FIA (sem sufixo) são consideradas para fins de enquadramento em renda variável e ficam dispensadas do referido limite de concentração por emissor, sem que seja necessário qualquer requisito adicional para tanto.

Foi destacado na Consulta IP que tal assimetria deveria ser enfrentada pelo regulador para que não desestimulasse o investimento em BDR nível I pelo FIA, fazendo com que este optasse por adquirir ações diretamente no exterior. Foi sugerida, ainda, a eliminação da exigência de indicação do sufixo “Ações – BDR Nível I” na denominação do FIA para efeitos do cômputo do mínimo de 67% em renda variável e no

limite de concentração, passando a ser dado às BDRs nível I o mesmo tratamento que uma ação adquirida diretamente no exterior.

Na mesma oportunidade, foi dito pela IP que o investimento em BDRs, que, ao mesmo tempo, permite o acesso a valores mobiliários de emissores estrangeiros e passa pelo crivo do regulador local, pode representar vantagens e segurança ao investidor. Valendo-nos do que destaca a B3 em seu site, a aquisição de BDRs permite ao investidor algumas vantagens, tais como *“Acesso facilitado aos valores mobiliários de companhias estrangeiras sem ter que pagar os custos relacionados à remessa de recursos para o Exterior; Possibilidade de elaboração de estratégias, diversificação de investimentos e arbitragem com ativos locais e estrangeiros; Apesar de o investidor ficar exposto às variações de preços de um ativo estrangeiro, as operações são realizadas no Brasil e a liquidação é feita em reais”*.

A Consulta IP sugere que sejam aplicadas aos FIMs as mesmas regras hoje aplicadas aos FIAs para aquisição de BDRs nível I, de forma que o FIM passaria a ter o mesmo tratamento ao adquirir BDRs nível I, ou seja, ficaria dispensado da necessidade de observar os limites de concentração por emissor e trataria os BDRs nível I como investimento local, desde que o FIM apresente o sufixo “BDR Nível I” em seu nome.

Também foi destacado na Consulta IP que o pedido de tratamento isonômico decorre de aparente incoerência da regra atual, na medida em que o limite de investimento em ativos que geram exposição a ações no exterior acabou ficando maior em um FIA do que em um FIM, já que no FIM os BDRs nível I integram o limite de investimento no exterior, enquanto no FIA com sufixo “Ações - BDR Nível I” o mesmo não ocorre. Assim, o FIM, cujo espectro de investimento costuma ser mais amplo, possui uma limitação prática maior que o FIA na utilização dos BDRs nível I.

Tal como relatado na Consulta IP, lembramos que para perseguir maior exposição a empresas no exterior os FIMs acabam por utilizar instrumentos alternativos, tais como os contratos de swap.

Ao comparar um contrato de swap vinculado a uma companhia que também possui um programa de BDR nível I, é possível observar menor risco na segunda alternativa. Tal conclusão decorre, primeiramente, do risco de crédito do contrato de swap, uma vez que este é celebrado com uma instituição financeira. Adicionalmente, uma vez celebrado o contrato de swap, seu cancelamento depende exclusivamente da

instituição financeira emissora. No investimento através de BDR nível I, por sua vez, a negociação subsequente poderia ser intermediada por diversos agentes de mercado e ter como contraparte qualquer agente através da negociação em bolsa de valores.

Além disso, a emissão de um programa de BDRs nível I requer uma atuação conjunta da instituição financeira depositária, da bolsa onde o recibo será negociado – primariamente a B3 - e da CVM que aprova o registro do programa e em tal processo são observados o país de registro da companhia, a liquidez do ativo lastro e as práticas regulatórias vigentes na respectiva jurisdição.

A Consulta IP foi concluída com a indicação de que a equiparação de regras entre FIA e FIM no que tange às BDRs nível I permite uma maior transparência às operações do FIM e viabiliza que investimentos realizados através de derivativos de balcão sejam substituídos por BDRs nível I, com a redução do risco agregado de mercado, menor custo e complexidade operacional, bem como preservação da capacidade de acesso dos FIMs ao mercado internacional.

Diante da resposta positiva recebida em 18 de dezembro de 2019 aos argumentos apresentados na Consulta IP e da oportunidade oferecida pelo Edital, a IP se vale da presente manifestação para ratificar os conceitos apresentados na Consulta IP, e considera oportuna a proposta apresentada pela CVM no Edital para uma revisão da ICVM 555 que persiga a isonomia entre as diversas classes de fundos e, principalmente, adequa a ICVM 555 à proposta de existirem novos ativo lastro para as BDRs.

Neste sentido, apresentamos a seguir algumas sugestões de ajustes à ICVM 555, as quais são baseadas na criação de definições específicas para BDR ETF e BDR Dívida e na premissa de que todas as referências às BDRs Nível I, II ou III contidas na ICVM555 como relativas aos programas de BDRs com lastro em ações.

#### 2.1 – Ajustes às definições da ICVM 555:

Sugerimos a adaptação do artigo 2º da ICVM 555 para contemplar os novos ativos lastro das BDRs e consequente renumeração dos incisos, conforme abaixo:

*Art. 2º ....*

....

*VIII – BDR: certificados representativos de valores mobiliários com origem no exterior e emitidos por instituição depositária no Brasil, que atendam a classificação estabelecida em regra específica da CVM;*

*IX – BDR Nível I, II ou III: BDR com lastro em ações de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior que atendam a classificação do nível I, II ou III estabelecida em regra específica da CVM;*

*X – BDR ETF: BDR com lastro em cotas de fundos de índice negociadas no exterior que atendam a classificação do nível I estabelecida em regra específica da CVM;*

*XI – BDR Dívida: BDR com lastro em cotas de fundos de índice negociadas no exterior que atendam a classificação do nível I estabelecida em regra específica da CVM;*

## 2.2 – Ajustes na definição de BDR enquanto investimento no exterior

Sugerimos a adaptação dos incisos II e III do artigo 100 da ICVM 555 para permitir que as BDRs sejam equiparadas a ativos locais, conforme abaixo:

*Art. 100. ...*

....

*II – os BDR Nível I, BDR ETF e BDR Dívida equiparam-se aos ativos financeiros no exterior, exceto quando o fundo use, em seu nome, a designação “BDR”; e*

*III – as cotas dos fundos da classe “BDR” equiparam-se aos ativos financeiros no exterior, exceto quando o fundo investidor use, em seu nome, a designação “BDR”.*

## 2.3 – Equiparação das BDRs Nível I às ações de companhias com sede no exterior

Sugerimos a adaptação do § 1º do artigo 115 da ICVM 555 para dar às BDRs Nível I o mesmo tratamento dado às ações de companhias com sede no exterior, conforme abaixo:

*Art. 115. (...)*

*§ 1º ...*

*I – ...*

...

d) BDR Nível I, II e III.

#### 2.4 – Eliminação da exclusividade de um FIA de adotar o sufixo “BDR”

Eliminação dos incisos 3º e 4º do Artigo 115, com ajuste na numeração dos incisos subsequentes e referências cruzadas presente ao longo de tais incisos.

#### 2.5 – Equiparação dos fundos com sufixo “BDR” aos fundos “Renda Fixa Dívida Externa” e fundos sediados no exterior

Sugerimos a alteração do § 1º do artigo 117 da ICVM 555 para dar aos fundos com sufixo “BDR” o mesmo tratamento dado aos fundos classificados como “Renda Fixa Dívida Externa” e fundos sediados no exterior, conforme abaixo:

Art. 117. ....

...

*§ 1º A aquisição de cotas de fundos classificados como “Renda Fixa – Dívida Externa”, fundos da classe “BDR” e de cotas de fundos de investimento sediados no exterior pelos fundos de que trata este artigo não está sujeita à incidência dos limites de concentração por emissor previstos no art. 102.*

Por fim, ratificamos que todas as sugestões apresentadas têm por objetivo:

a) eliminar o tratamento não isonômico entre BDRs Nível I que têm como lastro ações de companhias com sede no exterior e as ações deste mesmo tipo de companhias, tanto no que se refere ao limite de concentração, como no atingimento do percentual de 67% previsto no Art 115 § 1º, inciso I da ICVM 555, conforme abordado na Consulta IP.

b) Permitir que os BDR ETF e BDR Dívida também possam ser equiparados a ativos brasileiros, caso o FI adote o sufixo “BDR”.





c) Permitir que não apenas os FIAs possam utilizar da prerrogativa indicada no item anterior, conforme abordado na Consulta IP. Tal objetivo se torna ainda mais importante na medida que as BDR ETF e BDR Dívida possuem como ativo lastro instrumentos financeiros mais adequados a outras classes de fundos que não os FIAs.

Esperamos ter contribuído no processo de aperfeiçoamento do texto final da Instrução e no desenvolvimento do mercado, pelo que agradecemos a oportunidade dada por esta Douta Autarquia.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

**Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.**