

Rio de Janeiro, 28 de fevereiro de 2020.

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM")

(audpublicaSDM0819@cvm.gov.br)

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro
Rio de Janeiro/RJ – CEP 20040-901

Ref.: **Audiência Pública SDM Nº 08/19** acerca das alterações normativas relacionadas à emissão de certificado de depósito de valores mobiliários ("BDR").

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

Com base no Edital de Audiência Pública SDM nº 08/19 ("**Edital**"), que dispõe acerca das alterações normativas relacionadas à emissão de BDR, consubstanciadas, em síntese, na: **(i)** alteração dos requisitos necessários para caracterização de emissores como estrangeiros; **(ii)** previsão de hipóteses em que os investidores não qualificados poderão adquirir BDR Nível I; **(iii)** criação de um regime voltado a permitir BDR com lastro em cotas de fundos de índice negociadas no exterior; e **(iv)** a modificação de dispositivos incompatíveis com a emissão de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida, servimo-nos da presente para, formalmente, apresentar as nossas manifestações técnicas.

Para fins de organização do presente documento, apresentamos, em resposta aos itens mencionados, a formulação da estrutura de análise de cada item de forma independente.

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à sua inteira disposição para prestar quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,



LEONARDO COTTA PEREIRA



IHURY DARMONT

Audiência Pública SDM nº 08/19

1. CONTEXTO

A intenção central da Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”) com a Audiência Pública SDM Nº 08/19 é a de estabelecer um regime geral mais flexível de investimentos em BDRs, para que, assim; **(i)** seja possível a emissão de BDRs de emissores estrangeiros que tenham a preponderância dos ativos ou receitas no Brasil; **(ii)** investidores brasileiros não qualificados possam acessar diretamente tais tipos de investimentos com maior exposição a ativos estrangeiros; e, para que **(iii)** seja possível o desenvolvimento de novos produtos financeiros no mercado de dívidas e de fundos de índice.

Em primeiro lugar, ressalta-se que, pelas regras vigentes, somente emissores estrangeiros podem emitir BDRs. O conceito atual de “emissor estrangeiro” está atrelado à localidade da sede e dos ativos do emissor, sendo que, considera-se como emissor estrangeiro a empresa que não tenha sede no Brasil e cujos ativos localizados no Brasil não ultrapassem 50% (cinquenta por cento) dos ativos totais - com a exceção dos casos de ofertas públicas subsequentes de distribuição de BDRs, em que o limite é aumentado para 65% (sessenta e cinco por cento).

Em segundo lugar, em termos de democratização do acesso ao investimento, cumpre destacar que, por força da Instrução CVM nº 332/00, apenas os investidores qualificados e os empregados da sociedade patrocinadora do programa podem acessar o investimento em BDRs Patrocinados Nivel I, sendo que a mesma sistemática de restrição de negociação é aplicada aos BDRs não padronizados, nos moldes do §2, do artigo 3º da mesma instrução normativa.

Por fim, sob a perspectiva de desenvolvimento da oferta de produtos financeiros no mercado de dívidas e de fundos de índice, a CVM busca alterar a Instrução CVM nº 359/02 para permitir a emissão de BDRs lastreados em cotas de fundos de índice negociados no exterior e outras instruções

normativas para permitir a emissão de BDRs lastreados não apenas em ações, com também, em valores mobiliários representativos de dívida.

Neste sentido, a proposta de alteração do regime de investimentos em BDRs desta Autarquia Federal vem como uma resposta necessária a uma antiga demanda do mercado por um ambiente mais franqueado aos investimentos em ativos estrangeiros.

Dessa forma, a democratização do acesso aos investidores não qualificados e a criação de um ambiente mais favorável a novos produtos financeiros atrelados a ativos estrangeiros correspondem às expectativas acerca da atuação da CVM na desburocratização e desenvolvimento do mercado financeiro nacional.

Com efeito, resta claro que a Audiência Pública SDM Nº 08/19 é um momento crucial para o correto progresso do mercado financeiro brasileiro, e, por mais que não seja livre de críticas, é vista, em nossa percepção, como uma medida de extrema positividade ao mercado e à agenda político-econômica do Governo Brasileiro em prol da abertura e estímulo do mercado nacional.

1.1. Conceito de Emissor Estrangeiro

Conforme acima ressaltado, uma das principais propostas apresentadas por esta Autarquia na Audiência Pública SDM Nº 08/19 trata da alteração do atual conceito de emissor estrangeiro da Instrução CVM nº 480/09 para fins de emissão de BDRs.

Portanto, com o objetivo de estimular as empresas que detêm forte atuação econômica no Brasil e que, por perspectivas de captação mais vantajosas, realizaram oferta públicas de ações no exterior, a CVM propõe que o conceito de emissor estrangeiro volte a considerar apenas a localidade da sede e que, atendidas determinadas condições, um emissor estrangeiro possa emitir BDR mesmo que possua ativos ou receitas situados ou provenientes preponderantemente do Brasil.

Assim, neste último ponto, a proposta da nova redação do conceito de emissor estrangeiro prevista no artigo 1º do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/09, prevê que podem ser utilizados como lastro do BDR, as ações ou

valores mobiliários representativos de dívida emitidos por emissores estrangeiros que: **(i)** sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação e que tenham ativos e receitas no Brasil que correspondam a menos de 50% (cinquenta por cento) daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas; ou **(ii)** cujo principal mercado de negociação atenda aos requisitos do §6º, do artigo 1º do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/09, abaixo citados:

- a)** País que tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para troca de informações;
- b)** País signatário do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICBV; ou
- c)** País designado como “mercado reconhecido” no regulamento da entidade administradora de mercado de valores mobiliários no Brasil.

Além disso, cumpre destacar que, em geral, a CVM considera que o principal mercado de negociação para fins da proposta é o mercado no qual o volume de negociação seja o de maior registro da empresa nos últimos 12 (doze) meses precedentes à oferta pública, e, para o caso dos emissores estrangeiros que estejam em processo corrente de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, será considerado como principal mercado de negociação o país em que a empresa tenha obtido a maior parte de seus recursos, abarcando, assim, os casos de dupla listagem de valores mobiliários em jurisdições diferentes.

Isto posto, um ponto de relevante sensibilidade – inclusive levantado pela própria CVM no edital da Audiência Pública SDM Nº 08/19 – seria do caso em que um emissor estrangeiro que já possua atividade econômica preponderante no Brasil passar a também ter tal nível de atividade no mercado de valores mobiliários nacional, tornando este, assim, seu principal mercado de negociação.

Neste cenário, a preocupação desta Autarquia é no sentido de conceber algum sistema jurídico de proteção aos investidores que detenham BDRs deste emissor, que, em virtude do novo cenário acima ilustrado, estaria automaticamente desqualificado para a realização de novas emissões e programas de BDR, sem qualquer obrigação adicional que tutele os direitos pela legislação nacional dos investidores dos BDRs já emitidos.

Portanto, não obstante a relevante questão levantada pela CVM, entendemos que inexiste qualquer necessidade de criação de regras específicas para tal situação, na medida em que a inaptidão para a emissão de novos BDRs não invalida nenhuma das disposições e/ou direitos dos investidores de BDRs já emitidos, sendo tal situação um consectário natural do mercado e, que, em nossa percepção, já está precificado no produto quando do investimento realizado.

No mais, entendemos ainda que a criação de eventual regra específica para o caso somente teria o condão de onerar o produto, o que seria suportado pelo investidor, uma vez que os custos regulatórios são repassados ao preço final do produto ofertado, ou, ainda, caso a regra seja demasiadamente protetiva, corre-se o risco de o produto se tornar economicamente irrelevante para o investidor, atrapalhando toda a nova movimentação em relação à abertura do mercado para ativos com exposição estrangeira.

Por fim, no que cabe ao questionamento acerca da alteração da referência de aplicação percentual dos 50% (cinquenta por cento) e 65% (sessenta e cinco por cento), conforme o caso, para a caracterização como emissor estrangeiro, passando-se a considerar além de ativos, as receitas do emissor.

Quanto a esta alteração, somos integralmente a favor, na medida em que é claro que na atual conjuntura econômica o referencial único de ativos não representa nem de perto a realidade da atividade econômica de uma empresa, sendo, inclusive, um dos últimos métodos adequados para a referida análise.

Neste sentido, a utilização da análise com base nos ativos das empresas, apenas serve como método apto a analisar empresas com baixa intesividade em capital e/ou com nível muito baixo ou inexistente de operações. Sendo assim, a adequação do referencial para incluir tanto "ativos" como "receita",

nos parece não somente correto, mas claramente necessário para a atual normativa.

Em conclusão, entendemos que a nova conceituação de emissor estrangeiro ora proposta na Audiência Pública SDM Nº 08/19 é adequada à pretensão de abertura do mercado para que os investidores locais tenham a possibilidade de realizar investimentos em valores mobiliários de emissores estrangeiros, assim como estes tenham maior facilidade e estímulo em realizar parte de sua captação no mercado nacional.

Não obstante a positividade da medida proposta, conforme exposto, somos contra a criação de regras específicas para o caso de proteção adicional aos investidores de BDRs de um emissor que já possui atividade econômica preponderante no Brasil e que, por qualquer razão, passar a também ter tal nível de atividade no mercado de valores mobiliários nacional, tornando este, assim, seu principal mercado de negociação e a favor da alteração da referência utilizada para a caracterização de emissor estrangeiro de "ativos" para incluir, também, "receitas".

1.2. Aquisição de BDR Nível I por investidores não qualificados

Outro tema de especial relevância apresentada no edital da Audiência Pública SDM Nº 08/19 é o da possibilidade de acesso aos BDRs Nível I, padronizados e não padronizados, por todo e qualquer investidor, sendo, assim, retiradas as restrições de investimento da Instrução CVM nº 332/00.

De fato, a alínea "d" do item I, do § 1º do artigo 3º da Instrução CVM nº 332/00 prevê que programas BDR Patrocinados Nível I somente podem ser adquiridos por empregados da sociedade patrocinadora do programa ou por investidores qualificados. Além disso, o §2º do mesmo dispositivo atribui exclusividade de investimento em BDR Nível I não padronizado aos investidores qualificados.

Dessa forma, com a possível liberação das restrições pela CVM, o BDR se tornaria um ativo de ampla acessibilidade e concederia maior liberdade de diversificação de investimento aos investidores nacionais, tornando um mercado, com retornos relativamente atrativos, franqueável ao investidor comum, fato que, em nosso entendimento, é mais do que necessário para que seja possível cada vez mais universalizar o mercado financeiro no Brasil.

Com efeito, tal universalização não pode ser realizada de forma pouco responsável, razão pela qual pontuamos positivamente à proposta de que tais investidores possam adquirir BDRs que tenham como lastro valores mobiliários que tenham sido negociados em um mercado classificado como “mercado reconhecido” no regulamento da entidade administradora de mercado de valores mobiliários no Brasil, sob supervisão e aprovação final da CVM.

Ademais, entendemos que a disposição de que os emissores estrangeiros do lastro do BDR devem, ainda, estar sujeitos à supervisão de entidade reguladora do mercado de capitais do país em que tiver sede o referido “mercado reconhecido” é, com certeza, positiva à proposta.

Contudo, e neste ponto tecemos uma pequena contribuição, acreditamos que em um contexto em que a autorregulação ganha cada vez mais importância no desenvolvimento do mercado financeiro, tal proposta nos parece carente da atuação destas entidades.

Sendo assim, entendemos que os itens 3.1. e 3.2 do artigo 3º que se pretende alterar pelo artigo 1º na minuta do Edital da Audiência Pública SDM Nº 08/19 deveriam contar com a participação, mesmo que em caráter sugestivo – por razões de legalidade – das entidades brasileiras de autorregulação, com especial relevo à atuação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“**ANBIMA**”), na medida em que esta já participa ativamente na análise de ofertas públicas realizadas por meio da Instrução CVM nº 400/03 e em outros pontos de interseção de cooperação na regulação do mercado financeiro e de capitais.

Neste sentido, propomos a seguinte redação ao artigo 1º da minuta do Edital da Audiência Pública SDM Nº 08/19, que altera o artigo 3º, itens 3.1 e 3.2 da Instrução CVM nº 332/00:

ITEM 3.1. E 3.2. DO ARTIGO 3º	SUGESTÃO SCA
3.1. os valores mobiliários objeto dos certificados de depósito tenham como mercado de negociação de maior volume uma das bolsas de valores	3.1. os valores mobiliários objeto dos certificados de depósito tenham como mercado de negociação de maior volume uma das bolsas de valores

<p>estrangeiras classificadas como “mercado reconhecido” no regulamento da entidade administradora de mercado de valores mobiliários aprovado pela CVM, e</p> <p>3.2. o emissor dos valores mobiliários que servem de lastro ao BDR esteja sujeito à supervisão por parte da entidade reguladora do mercado de capitais de maior volume de negociação.</p>	<p>estrangeiras classificadas como “mercado reconhecido” no regulamento da entidade administradora de mercado de valores mobiliários aprovado pela CVM, e</p> <p>3.2. o emissor dos valores mobiliários que servem de lastro ao BDR esteja sujeito à supervisão por parte da entidade reguladora do mercado de capitais de maior volume de negociação.</p> <p>Parágrafo Primeiro. Para fins da aprovação mencionada no item 3.1., poderá ser celebrado convênio de cooperação com entidade privada de autorregulação para o auxílio na determinação da adequação e higidez do “mercado reconhecido”.</p>
--	---

Em conclusão, entendemos que a possibilitação de acesso aos BDRs pelo investidor comum é uma medida muito positiva ao mercado, privilegiando o investidor comum e estimulando ainda mais a criação de novos ativos com exposição estrangeira no mercado financeiro nacional, sendo que apenas sugerimos a participação mais ativa das entidades de autorregulação na análise e definição da adequação e higidez dos “mercados reconhecidos” para fins de maior celeridade e segurança.

1.3. BDR com lastro em cotas de fundos de índice

O terceiro ponto levantando no Edital da Audiência Pública SDM Nº 08/19 é o da proposta de alteração da Instrução CVM nº 359/02, para que seja permitida a emissão de BDRs lastreados em cotas de fundos de índice

negociados no exterior. Com efeito, a possibilidade da estruturação de tais ativos já é uma demanda antiga do mercado, com exemplo das manifestações recebidas por esta Autarquia Federal no âmbito da Audiência Pública nº 07/2008.

Contudo, à época da Audiência Pública nº 07/2008, a CVM entendeu melhor por não realizar tal permissão por considerar que os BDRs foram os instrumentos escolhidos para cuidar da exposição dos investidores a ações de empresas estrangeiras e que o acesso a fundos estrangeiros seria realizado por intermédio de investimento em fundos nacionais que investiam em ativos estrangeiros, ou seja, naquele momento a CVM entendeu pela possibilidade de investimento em fundos estrangeiros apenas de forma indireta pelo investidor nacional.

As questões de maior sensibilidade na análise negativa de oportunidade e conveniência realizada pela CVM naquela oportunidade foram a da criação de um ambiente assimétrico para que o investidor brasileiro tivesse acesso a fundos no exterior e a conseqüente possibilidade da realização de arbitragem regulatória por agentes de mercado sobre os dois regimes instituídos.

Com efeito, a arbitragem regulatória é um efeito possível da nova proposta. Pela criação de mais um mecanismo de acesso ao mesmo tipo de investimento, de fato, cria-se a possibilidade de arbitragem na variação dos dois regimes de investimento.

Contudo, tendo em vista que o investimento em fundos nacionais com exposição a fundos de índice estrangeiro é um produto específico, com custos de gestão e administração relativamente altos no mercado, parece-nos que a nova proposta criaria um ambiente de competição mais saudável e que certamente reduziria os custos destes produtos aos investidores nacionais.

Além disso, a aplicação do regime atualmente utilizado na Instrução CVM nº 332/00 e na Instrução CVM nº 359/02 corroboram ainda mais a tranquilidade para a aprovação deste novo produto financeiro no mercado, na medida em que a operacionalização será realizada, em um primeiro momento, com base em práticas já largamente conhecidas pelos agentes de mercado e que, em nossa perspectiva, não criam grandes dificuldades operacionais. Ressalvamos, contudo, a necessidade de tradução para o português das informações exigidas da instituição depositária, que por mais que onere o produto, consideramos como uma medida adequada à conscientização dos riscos do produto pelo investidor comum.

Inclusive, a nossa perspectiva positiva acerca da segurança da proposta ao mercado também é consubstanciada pela redação sugerida, no artigo 2º da minuta do Edital da Audiência Pública SDM Nº 08/19, para a nova redação a ser dada ao artigo 74-A da Instrução CVM nº 359/02, a qual determina que os BDRs somente podem ser lastreados em cotas de fundos de índice admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários e custodiadas em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para troca de informações, ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimentos da IOSCO.

Sendo assim, entendemos que os pontos positivos da nova proposta acerca da possibilidade de emissão de BDR lastreado em cotas de fundos de índice negociados no exterior ultrapassam os riscos inerentes à inovação, sendo, sem dúvidas, em nossa percepção, uma medida positiva ao mercado como um todo.

Não obstante, aproveitamos esta oportunidade para tecer nossas críticas em relação à ausência da inclusão na pauta da Audiência Pública SDM Nº 08/19 da possibilidade de emissão de BDR lastreado em cotas de fundos de investimento em geral negociados no exterior.

Neste sentido, entendemos por necessário utilizar este espaço para manifestar mais uma das grande demandas do mercado pela relativização por parte desta Autarquia Federal para os investimentos em fundos estrangeiros por investidores nacionais.

De fato, é claro que compreendemos os obstáculos para tal permissão na visão da CVM, principalmente pelo fato da dificuldade de controle da qualidade e segurança dos produtos, mas entendemos que tais preocupações podem ser ultrapassadas com medidas semelhantes às sugeridas nesta audiência pública, trazendo, assim, mais uma possibilidade de diversificação de portfólio para os investidores nacionais.

Com efeito, em um cenário macroeconômico global de cada vez maior interdependência, a possibilitação de diversificação de portfólio com a exposição maior ao risco externo serve como um instrumento essencial para a composição ótima da carteira do investidor nacional, que teria, neste caso, acesso a outros produtos financeiros para rentabilidade e, até mesmo, para operações de *hedge*.

Dessa forma, por mais que entendamos os obstáculos que devem ser enfrentados por esta Autarquia Federal na permissão da emissão de BDR lastreado em cotas de fundos de investimento em geral negociados no exterior, sugerimos que tal permissão seja estudada e objeto de uma nova audiência pública específica para tratar do tema.

Em conclusão, entendemos que a proposta para que seja permitida a emissão de BDR lastreado em cotas de fundos de índice negociados no exterior é positiva ao mercado e as disposições restritivas ora mencionadas na minuta do Edital da Audiência Pública SDM Nº 08/19 são compatíveis com a necessidade operacional dos agentes de mercado. Adicionalmente, entendemos pela necessidade de uma nova audiência pública acerca da possibilitação da emissão de BDR lastreado em cotas de fundos de investimento em geral negociados no exterior.

1.4. BDR lastreado em valores mobiliários diversos de ações

O último ponto de relevância abordado pela CVM na Audiência Pública SDM Nº 08/19 trata da permissão de emissão de BDR lastreado em valores mobiliários diversos de ações, sendo, alterado o termo “ações” para “valores mobiliários”.

De fato, tal proposta nos parece mais do que necessária para satisfazer as necessidade de ampliação do mercado de ativos estrangeiros no Brasil, na medida em que será possível emitir BDRs com lastros em títulos de dívida do mercado externo, que é um ativo essencial para a carteira dos investidores brasileiros.

Com efeito, cumpre ressaltar que antes da edição da Instrução CVM nº 480/09 havia a legítima discussão acerca da possibilidade de emissão de BDR lastreado em valores mobiliários diversos de ações, em que parte da doutrina seguia o entendimento empreendido pelo então Diretor da CVM Sergio Weguelin – segundo o qual nos afiliamos à época – de que inexistia, até então, normativa que impedisse a emissão de tais ativos.

Neste sentido, no voto do Processo Administrativo CVM RJ 2007-8152¹, o então Diretor Sérgio Weguelin ressaltou que a Instrução CVM nº 332/00 reproduzia dispositivo idêntico da Resolução CMN nº 2.763/00, que determinava que os BDRs eram certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta ou assemelhada, sendo, assim, clara a aceção positiva em relação ao questionamento.

Com efeito, cumpre transcrever trecho do voto proferido pelo ex-Diretor da CVM Sérgio Weguelin no bojo do Processo Administrativo acima referido:

"Com relação à possibilidade de emissão de BDRs lastreados em títulos de dívida, concordo com o entendimento já exposto pela PFE, no sentido de que inexistem impedimentos legais à emissão de BDRs com essa característica.

*A Instrução CVM nº 332/00, reproduzindo dispositivo idêntico que constata na já revogada Resolução CMN nº 2.763/00, determina que BDRs são os "certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta ou assemelhada...". Ou seja, ao tratar do lastro dos BDRs, a referência é apenas a valores mobiliários, genericamente, sem nenhuma especificação adicional."*²

Inclusive, no mesmo voto, Sérgio Weguelin expôs o problema de se interpretar que os BDRs somente poderiam ser lastreados em ações e de aplicar tal entendimento para regular outros valores mobiliários como se fossem ações, na medida em que tal interpretação teria o potencial de causar assimetrias que privilegiariam a captação de recursos por sociedades no exterior, em detrimento das sociedades em território nacional.

É evidente que tal discussão perdeu seu objeto com o advento da Instrução CVM nº 480/09, na medida em que a CVM, por razões de oportunidade e conveniência, decidiu pela impossibilidade de emissão de BDRs lastreados em valores mobiliários diversos de ações. Contudo, tal contexto é essencial para que se entenda acerca da proposta ora debatida.

Dessa forma, com o passar do tempo, cada vez mais resta clara a necessidade de ampliação do mercado de ativos estrangeiros no Brasil como uma medida de efetividade e até mesmo proteção dos investidores nacionais,

¹ Deve-se destacar que o posicionamento do Colegiado da CVM à época foi no sentido contrário ao do voto do ex-Diretor Sérgio Weguelin. Contudo, a decisão colegiada também decidiu por encaminhar a questão para nova análise pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado.

² Weguelin, Sérgio. Voto no Processo Administrativo CVM RJ 2007.8152.

na medida em que por mais que a própria diversificação de portfólio já gere, por si só, uma diluição de risco, a possibilitação de investimento em outros ativos estrangeiros gera a possibilidade de operações de *hedge* para os investidores nacionais, aumentando, assim, ainda mais, a segurança de seus respectivos portfólios.

Além disso, a própria CVM destacou no Edital desta audiência pública que “em linha com a gradual flexibilidade que a regulação vem desde então proporcionado aos investidores locais para que possam, em última análise, acessar investimentos em ativos no exterior – inclusive por meio das demais medidas ora propostas”, a CVM considera que “além do benefício aos investidores, que terão mais opções de alocação de capital, a CVM também enxerga potenciais vantagens para emissores estrangeiros que busquem acessar o mercado de valores mobiliários brasileiro por meio de instrumento de dívidas”.

Com razão, a possibilitação da ampliação do mercado para ativos com lastro no mercado de dívidas não beneficia exclusivamente o investidor nacional, mas também o mercado de valores mobiliários nacional, com o estímulo aos emissores estrangeiros que poderão acessar o mercado brasileiro por meio de instrumentos de dívida, captando mais recursos e fomentando o mercado financeiro nacional.

Ultrapassada a fundamentação acerca da positividade da proposta e em resposta ao questionamento da CVM realizados no Edital, ressaltamos que não compreendemos maiores entraves normativos para a operacionalização dos BDRs lastreados em valores mobiliários diversos de ações, com a exceção aos contratos de investimento coletivos.

Neste sentido, nossa crítica é no sentido de que por mais que a proposta conceda maior abrangência ao mercado de dívidas, acaba por permitir sob o amparo do conceito aberto de “valores mobiliários” que diversos tipos de ativos que comportam um nível muito alto de risco e baixa qualidade informacional sejam englobados como aptos a servirem como lastro do BDR.

Em nossa opinião, os contratos de investimento coletivo são valores mobiliários de extrema importância no mercado financeiro. Mesmo assim, a própria percepção desta CVM acerca da caracterização de um ativo como um contrato de investimento coletivo e a prática com estes tipos de ativos já demonstraram, que até mesmo no Brasil, o potencial de dano pela falta de informações e ciência efetiva do risco dos empreendimentos são reais e

preocupantes, sendo certo que tais investimentos, em território estrangeiro, serão de maior dificuldade de fiscalização por parte desta Autarquia Federal.

Não obstante, compreendemos, também, que a adequação do regime da oferta, por si só, já mitiga as preocupações operacionais, mas não resolve a questão qualitativa da demanda, que por mais que não seja de total liberdade desta CVM, causa preocupação em um primeiro momento.

Além disso, entendemos que deverá haver, como outra exceção, uma natural necessidade de flexibilidade desta Autarquia Federal na análise e adequação de cada tipo de instrumento de dívida estrangeira, haja vista que inexistente, em certos casos, integral identidade entre os instrumentos de captação de dívida nacionais e os estrangeiros, que deverá ser realizada caso a caso.

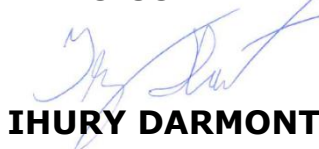
Em conclusão, entendemos que a proposta de emissão de BDRs lastreados em valores mobiliários é positiva ao mercado. Contudo, manifestamos nossa preocupação com a abstratividade do conceito de “valores mobiliários”, especialmente para ativos como os contratos de investimento coletivo, que podem representar um risco muito alto para o investidor em termos de ciência efetiva dos riscos do investimento.

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à sua inteira disposição para prestar quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,



LEONARDO COTTA PEREIRA



IHURY DARMONT