

**RELATÓRIO DE ANÁLISE****Audiência Pública SDM nº 13/2014 – Processo CVM nº RJ-2005-3331**

**Objeto:** Minuta de Instrução que dispõe sobre a distribuição de Certificados de Operações Estruturadas – COE.

**1. Introdução**

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 13/2014, que recebeu comentários entre os dias 25 de novembro de 2014 e 23 de fevereiro de 2015, e teve como objeto a minuta de instrução (“Minuta”) sobre a distribuição de Certificados de Operações Estruturadas – COE, propondo ainda a alteração de dispositivos da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013.

A Minuta teve o objetivo de balancear a celeridade requerida no processo de emissão e colocação dos certificados com a devida proteção ao investidor durante o processo de venda deste novo produto. A regra proposta buscou endereçar: (i) a adequada divulgação de informações consideradas essenciais para a decisão de investimento; e (ii) a mitigação de arbitragens regulatórias, garantindo um tratamento equitativo entre os emissores.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários; e (iv) proposta definitiva de instrução.

Como as manifestações recebidas pela CVM durante o processo de audiência pública se encontram disponíveis na íntegra na sua página na rede mundial de computadores<sup>1</sup>, todos os comentários e sugestões enviados tempestivamente são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões de alteração ortográfica e ajustes meramente redacionais não são relatados no presente relatório, mas foram levados em consideração na revisão final da Instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 13/2014.

**2. Participantes**

- (i) Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA;
- (ii) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA;

---

<sup>1</sup> Ver: [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2014/sdm1314.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1314.html)



- (iii) BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros;
- (iv) CETIP S.A. – Mercados Organizados;
- (v) Commerzbank Aktiengesellschaft (“Commerzbank”);
- (vi) Lanna Ribeiro, Carneiro de Souza & Fragoso Pires Advogados (“LCCF Advogados”);
- (vii) Salusse Marangoni Advogados; e
- (viii) XP Investimentos CCTVM S.A. (“XP”).

### **3. Comentários**

#### **3.1 Comentários gerais**

Três participantes foram explicitamente favoráveis à proposta de Minuta apresentada pela CVM e não houve manifestações contrárias. A ANBIMA destacou que a iniciativa é particularmente relevante ao evidenciar a obrigatoriedade da prestação clara e objetiva das informações ao investidor e que a Minuta está em clara consonância aos princípios regulatórios internacionais.

A XP e o Commerzbank felicitaram a CVM pelos passos tomados na adoção dessa regulamentação e o banco destacou que a norma trará para os investidores locais a possibilidade de diversificação do risco nos seus portfólios, assegurando simultaneamente a transparência e a integridade do mercado.

#### **3.2 Comentários à Minuta**

##### **3.2.1 Abrangência das regras atinentes às ofertas (art. 1º)**

A ANBIMA expõe que o texto daria maior conforto ao mercado sobre como se portar na distribuição de COE, dentro dos parâmetros estabelecidos, caso mencionasse expressamente sobre a não aplicabilidade de outras normas, em caráter subsidiário ou excepcional. Para ela, isso facilitaria e daria maior conforto também ao investidor sobre a inexistência de outro material ou procedimento a respeito do COE distribuído.

Nesse sentido, afirma que a CVM já teria adotado a mesma técnica de fazer referência a outras normas que tratam sobre o tema (distribuição), ao inserir, na Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, dispositivo afastando a aplicação da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, e das demais normas da CVM relativas ao procedimento de distribuição de valores mobiliários específicos.

O LCCF Advogados defende que o artigo 1º deve especificar o termo COE fazendo referência expressamente à Resolução CMN nº 4.263, de 2013, de maneira que sejam observados os requisitos previstos naquela regulamentação.



A Minuta se destina a regular a distribuição pública do COE, nos termos da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Assim, a redação da ementa foi ajustada, explicitando que a instrução trata das condições mínimas necessárias, no entendimento desta Comissão, para que os COE possam ser distribuídos publicamente com dispensa de registro de oferta pública de distribuição. Em consonância, o **caput** do art. 1º também foi modificado.

Foi incluído também um parágrafo único para afastar a incidência de outros ritos e procedimentos atinentes às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, previstos na Instrução CVM nº 400, de 2003, conforme a sugestão da ANBIMA, desde que a distribuição atenda às exigências da nova norma.

Ademais, a CVM entendeu conveniente definir expressamente os atos de distribuição pública (ver novo art. 4º), objetivando que os participantes do mercado tenham um claro entendimento de quais procedimentos, ao serem adotados na colocação destes papéis, configuram uma oferta pública de distribuição. Assim, a nova regra reproduz a definição encontrada na Instrução CVM nº 400, de 2003, com as adaptações para o COE.

É importante ressaltar que, conforme decisão proferida no Processo Administrativo CVM RJ 2006-8566, a CVM considera que a relação entre os bancos e seus clientes (relação geralmente de massa) não traduz a prévia relação comercial de que trata o art. 3º, § 1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003, (reproduzido na nova instrução no parágrafo único do art. 4º) e cuja aplicação parece exigir maior proximidade comercial entre emissor e tomador de títulos.

Assim, o simples fato do adquirente ser cliente ou correntista da instituição financeira emissora não impede, por si só, a caracterização da colocação como ato de oferta pública, que dependerá da análise dos atos realizados.

Dessa forma, emissores que optem por não atender aos comandos da nova norma devem se certificar que não exista na colocação do produto quaisquer elementos constantes dos incisos do novo art. 4º. Caso contrário, a colocação poderá ser considerada como distribuição pública não registrada, o que configura infração grave, refletida na nova redação do art. 16.

Convém mencionar, ainda, que não há óbice a que seja solicitado à Comissão um pedido de registro de oferta pública de distribuição de COE conforme o rito da Instrução CVM nº 400, de 2003, se algum emissor assim julgar conveniente, bem como também permanece possível a utilização da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, para a realização de uma oferta pública de COE distribuída com esforços restritos.



Observamos que a CVM não achou conveniente afastar totalmente a incidência de outras normas em caráter geral, conforme pretendido pela ANBIMA, pois a adoção integral do texto proposto conteria o risco de se afastar genericamente a incidência de outras normas que regem a atuação de instituições do sistema de distribuição de valores mobiliários como, por exemplo, as instruções CVM nº 301, de 16 de abril de 1999, nº 505, de 27 de setembro de 2011, e nº 539, de 13 de novembro de 2013.

Em relação ao comentário do LCCF, a CVM entendeu suficiente mencionar a Resolução CMN nº 4.263, de 2013, no preâmbulo, sendo certo que todo COE emitido está sujeito aos comandos daquela resolução.

### **3.2.2 Requerimento de registro em sistema mantido por entidade administradora de mercado organizado para distribuição do COE (art. 2º)**

A CETIP sugere a inclusão de um dispositivo estabelecendo a obrigação de que a emissão de COE seja efetuada em sistema de registro mantido por entidade administradora de mercado organizado.

Segundo a participante, o registro da emissão de COE em sistema de registro mantido por entidade administradora de mercado organizado está alinhado com o propósito da Minuta, visto que os mercados organizados estão sujeitos às disposições da Instrução da CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007. Ademais, as emissões que sejam levadas a registro em sistema mantido por entidade administradora de mercado organizado são fiscalizadas por departamento de autorregulação e, ainda, supervisionadas.

A CVM entende que sugestão não é necessária, pois o art. 3º da Resolução CMN nº 4.263, de 2013, já determina que “o COE deve ser emitido exclusivamente sob forma escritural, mediante registro em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários” e o registro de valores mobiliários é uma atividade exclusiva de entidades administradoras de mercado de balcão organizado, conforme o art. 1º, § único, da Instrução da CVM nº 461, de 2007.

### **3.2.3 Responsabilidades das instituições intermediárias na distribuição e negociação de COE (arts. 3º e 4º)**

A CETIP entende que não é possível definir, pela Minuta proposta, a quem cabe à obrigação de entrega do DIE, da obtenção da assinatura e da guarda do termo de ciência de risco quando da realização de operações sem a participação de intermediário, nos termos do art. 93 da Instrução CVM nº 461, de 2007, citando como exemplo a negociação entre dois fundos de investimento no mercado secundário.



Assim, a CETIP propõe a inclusão dos seguintes dispositivos para dirimir essa dúvida, tanto no mercado primário, quanto no secundário:

*“Art. 3º A instituição intermediária de distribuição, colocação ou negociação de COE, ou o emissor atuando nesta condição, deve:*

*.....”*

*“Art XX - A negociação secundária de COE, efetuada ou levada a registro em mercado organizado, deverá ser realizada por meio de instituição intermediária.”*

A ANBIMA também entende que a Minuta não está clara em relação às delimitações das responsabilidades do emissor e do intermediário, com exceção à obrigatoriedade da entrega do DIE antes da aquisição do COE, além da manutenção e produção de um termo de adesão e ciência de risco.

A associação chegou ao entendimento de que as responsabilidades do emissor, quando não estiver atuando também como intermediário, são referentes a todo processo de estruturação do COE e elaboração do DIE. Em contrapartida, as responsabilidades do intermediário – em consonância com a distribuição de fundos com capital protegido da subseção que trata da subscrição por Conta e Ordem da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 – são todos os processos que envolvam o relacionamento com o investidor.

A XP, por entender que todos os processos de verificação do cumprimento de regra que envolvam o relacionamento com o cliente serão conduzidos pelo distribuidor e na mesma linha da ANBIMA, também propõe o formato da subscrição por conta e ordem.

No seu entendimento, para além de todas as obrigações imputadas pelo BACEN e pela CVM, *“quando os certificados forem distribuídos pelas instituições intermediárias que não sejam emissores, os intermediários seriam considerados como os principais responsáveis pelo produto frente a seus clientes”*.

Em relação às responsabilidades das instituições intermediárias na distribuição e negociação de COE, após ponderar sobre as sugestões encaminhadas, a CVM decidiu pela introdução de: (i) alguns ajustes de redação para maior clareza, e (ii) um regramento diferenciado para investidores profissionais, de modo a melhor operacionalizar os processos de distribuição e negociação dos certificados, e definir claramente as obrigações de emissores e intermediários.

O parágrafo único do art. 2º foi inserido objetivando dispensar os bancos comerciais, as caixas econômicas e os bancos múltiplos sem carteira de investimento do requisito de contratação de intermediários do sistema de distribuição de valores mobiliários para fins da distribuição pública de COE de sua emissão, nos termos específicos desta Instrução, posto que tais instituições não fazem parte



do sistema de distribuição de valores mobiliários.

A CVM também entende que os comandos relativos à aquisição de cotas de fundos de investimento por conta e ordem existentes na Instrução CVM nº 409, de 2004, que foram base das sugestões apresentadas, não são necessários por razões como, por exemplo, o fato das cotas dos fundos abertos não serem registradas em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos, situação que não é possível no caso dos COE, conforme exigências emanadas pela Resolução CMN nº 4.263, de 2013.

A CVM reforça seu entendimento que a elaboração do DIE deve ser responsabilidade do emissor e que o intermediário, seja contratado ou o próprio emissor atuando nesta condição, está sujeito aos comandos do art. 3º, bem como às normas que regem a atuação destas instituições como, por exemplo, as instruções CVM nº 301, de 1999; 505, de 2011; e 539, de 2013.

Em função da análise desse comentário, a CVM decidiu pela supressão das obrigações do art. 3º referentes à entrega do DIE e a obtenção e manutenção de um termo de adesão e ciência de risco quando se tratar de investidor profissional, definido pelos termos da Instrução CVM nº 539, de 2013, conforme alterada pela Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014. Esta modificação foi implementada com a adição de um parágrafo 2º ao art. 3º.

Em relação aos negócios realizados no secundário, é importante frisar que, de acordo com o disposto no art. 4º da Resolução CMN nº 4.263, de 2013, a transferência de titularidade do COE se dá sempre por meio do sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, que deve manter registro da sequência histórica das negociações, inclusive a identificação dos titulares do certificado. A necessidade de registro, por força do art. 4º da Instrução CVM nº 461, de 2007, implica que os negócios com COE serão sempre considerados pela Comissão como realizados em mercados regulamentados.

Conseqüentemente, casos como o exemplo citado pela CETIP, em que dois fundos de investimento venham a negociar um certificado e posteriormente levem a operação a registro (negociação secundária de COE em mercado de balcão organizado), poderão seguir o disposto no art. 93 da Instrução CVM nº 461, de 2007, de acordo com o regulamento da entidade administradora de mercados organizados.

A CVM entende, assim, que o comentário da CETIP fica endereçado com a redação do § 2º, inciso I, visto que apenas investidores profissionais possuem acesso aos sistemas das entidades administradoras de mercados organizados para levar a registro as operações realizadas. As operações realizadas pelos demais investidores necessariamente contarão com um intermediário para que o registro seja efetuado e, conseqüentemente, as obrigações de entrega do DIE e coleta da assinatura do termo de ciência e risco



recairão sobre ele.

### **3.2.4 Meios eletrônicos de divulgação (Parágrafo único do art. 3º - atual § 1º)**

A ANBIMA, com o objetivo de preservar a celeridade da contratação do COE, sugere que os incisos I e II do art. 3º possam ser atendidos pela disponibilização do DIE e manifestação do titular por meio eletrônico, independentemente se o certificado foi adquirido por meio da rede mundial de computadores.

A CVM considerou a sugestão pertinente de modo a evitar assimetrias nas disposições da norma. Assim, foi ajustado o texto do parágrafo único do art. 3º nesse sentido (atual § 1º).

### **3.2.5 Possibilidade de elaboração e entrega de um DIE genérico (Art. 4º, atual art. 5º)**

O Commerzbank encaminhou sugestão relativa ao fato que, de acordo com os termos propostos na Minuta, a obrigação de preparar e entregar o DIE existiria a cada transação do investidor, mesmo que porventura um novo COE objeto de investimento possa ser substancialmente idêntico a outro que o investidor em questão tenha já adquirido. Transações com certificados muito semelhantes se tornariam pouco eficientes e o contínuo atendimento de tal exigência poderia até prejudicar os interesses do próprio investidor.

O Commerzbank considera que, caso o produto seja efetivamente similar a um produto já anteriormente adquirido (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), o objetivo de tornar o investidor efetivamente ciente das características e do risco do investimento pode ser satisfeito com a entrega e tomada de conhecimento do primeiro DIE pelo investidor. O participante entende como redundante a entrega de DIE posteriores.

Essa situação será particularmente relevante no caso de produtos admitidos à negociação em mercado de bolsa de valores, quando a realização de uma transação para a qual o investidor já teria declarado a estar ciente dos riscos.

O Commerzbank faz referência a regulamentos europeus em que há previsão legal da entrega de um documento similar ao DIE, porém com características genéricas, somente na transação inicial para produtos que guardem semelhanças entre si.

A ANBIMA, focando na possibilidade de desenvolvimento de um mercado secundário de COE, também encaminhou sugestão sobre os meios de disponibilização de informações sobre o certificado,



notadamente o DIE, no caso de negociação em sistemas com características de bolsa. Para tal, propõe a inclusão de um novo art. 14:

*Art. 14. Para os COE que forem admitidos à negociação em mercado de bolsa ou mercado de balcão organizado, cuja negociação aconteça em sistema centralizado e multilateral de negociação, definido nos termos do parágrafo único do art. 65º e do inciso I do art. 92º, da Instrução nº 461 da CVM, de 23 de junho de 2007, o DIE deve estar disponível no site do emissor.*

A CVM compreende os argumentos encaminhados, entretanto, na hipótese de adoção da sugestão do Commerzbank, permaneceria a dificuldade de se definir em instrução normativa o que seriam COE de uma mesma categoria ou, alternativamente, qual seria o critério de semelhança que separaria claramente os casos em que cessaria a obrigação de entrega de um novo DIE.

Em consequência, a CVM não considerou oportuno acatar a sugestão do Commerzbank como encaminhada. Entretanto, a partir da análise dessa sugestão e da proposta de dispositivo enviada pela ANBIMA, a Comissão reconheceu que, na eventualidade de emissões de lotes de volumes significativos de COE para negociação em mercado de bolsa, conforme definido pelo art. 65 e do inciso I do art. 92, ambos da Instrução CVM nº 461, de 2007, e sendo as características dos certificados idênticas no lote (COE fungíveis), a negociação secundária ficaria operacionalmente prejudicada se a sistemática de entrega do DIE do art. 3º da Minuta fosse empregada.

A transparência de preços das operações realizadas em pregão e as demais características que diferenciam os mercados que contam com sistemas centralizados e multilaterias de negociação, em que todas as ofertas são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por parte das pessoas autorizadas a negociar no sistema, permitem que a CVM flexibilize a regra do art. 3º de modo que, (i) o DIE seja produzido para a emissão primária e mantido em site do emissor na internet; e (ii) não seja exigida a assinatura do termo de adesão e ciência de risco a cada negociação nestes sistemas.

A adoção desta abordagem, no entender da CVM, guarda semelhança com aquela adotada na distribuição pública e negociação de secundária de cotas dos Fundos de Investimento em Índice, com cotas negociáveis em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, regulamentados pela Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002.

Assim, as obrigações dos incisos I e II do **caput** do art. 3º ficam dispensadas desde que o emissor mantenha uma versão eletrônica do DIE em endereço na rede mundial de computadores, em língua portuguesa, sendo que o acesso pelo público em geral ao documento não poderá ser restrito por senha. Tal permissão passou a constar de um parágrafo único, adicionado ao art. 6º.



### 3.2.7 Importância do DIE na decisão de investimento (art. 5º, atual art. 6º)

A BM&FBOVESPA entende que tem que ser dado maior importância ao Documento de Informações Essenciais para a tomada de decisão Investimento. Nesse sentido, assim o artigo seria alterado da seguinte forma:

*“Art. 5º O DIE deve:*

*(...)*

*III – ser útil à avaliação do COE para tomada de decisão de investimento.”*

A CVM considerou pertinente a sugestão e a alteração está refletida na redação final da norma.

### 3.2.8 Documentos de Informações Essenciais (DIE) - Alterações no art. 6º, atual art. 7º

#### 3.2.8.1 Inclusão de outras informações no DIE e remissões a outros documentos (Caput e novo parágrafo)

A BM&FBOVESPA sugere a inclusão da expressão “no mínimo” no **caput** desse artigo, de modo a permitir que o emissor inclua outras informações que porventura considere relevantes.

O Commerzbank entende que seria útil certas vezes complementar alguma informação obrigatória, como é o caso da constante do inciso XII do **caput** do artigo 6º. Porém, não há no texto da Minuta nenhuma referência a essa possibilidade.

Conforme o participante explica, *“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”*.

A CVM não acatou as sugestões, pois o DIE tem o objetivo de apresentar apenas informações consideradas essenciais. A Comissão não entende como adequada a adição de outras informações que possam vir a prejudicar a leitura do documento por um possível excesso de informações.

A CVM também não vê como aceitável a possibilidade de informações essenciais para a decisão de investimento, como as do inciso XII (atual XI – direitos e obrigações de titular e emissor), constarem, ainda que parcialmente, de outros documentos.



Naturalmente, outras informações que o emissor, ou o distribuidor, considerarem necessárias poderão ser incluídas em outros documentos entregues no âmbito do relacionamento dessas instituições com os investidores, desde que sejam consistentes com o DIE e não induzam o investidor a erro.

### 3.2.8.2 Qualificação do investimento segundo a definição do CMN (inciso III)

O LCCF Advogados manifestou mais uma vez a conveniência em especificar as modalidades dos COE, fazendo referência à sua definição pelo CMN.

A BM&FBOVESPA entende que diante do risco inerente ao investimento em COE (ainda que ausente a possibilidade de assunção de posições alavancadas, nos termos da Resolução CMN nº 4.263, de 2013), por se tratar de distribuição destinada ao público em geral (ainda que sujeita ao disposto na Instrução CVM nº 539, de 2013), é importante que o DIE evidencie claramente os riscos inerentes ao investimento em COE nas modalidades “Investimento com Valor Nominal em Risco” e “Investimento com Valor Nominal Protegido”.

A CVM não considerou necessário acrescentar referência à Resolução do Conselho Monetário Nacional – CMN, uma vez que não é possível adotar nas ofertas públicas de COE qualquer outra interpretação do conceito de “*modalidade*”, além do especificado naquela resolução.

Foi considerada pertinente a sugestão da BM&FBOVESPA para aperfeiçoamento do inciso III, tendo sido alterada a redação do dispositivo para que seja dado o devido aviso que a frase “valor nominal em risco” implica a possibilidade de perda, inclusive total, dependendo do caso, do montante que foi investido no certificado.

### 3.2.8.3 Valor Nominal (inciso IV)

Segundo a ANBIMA, o ideal quanto a esse artigo seria a inserção de um valor nominal mínimo – em vez de valor nominal, pois o investidor definirá o valor a ser aplicado, tomando como base sua disponibilidade para o investimento, bem como o valor mínimo informado no DIE.

Assim, prossegue aquela associação, “*a inclusão de um valor mínimo reflete, em grande medida, uma referência que, além de auxiliar o processo de tomada de decisão, se traduz em uma informação indispensável e fundamental para que o investidor possa definir o valor a ser aplicado*”. Até porque, como o DIE deve ser entregue ao investidor antes da contratação da operação, não necessariamente o investidor definiu o valor da aplicação, ainda que tenha decidido adquirir o produto.

A CVM considerou a sugestão pertinente e a redação do inciso IV passou a fazer referência ao investimento inicial mínimo. Em consonância, foi alterada a redação do inciso VII, que se refere à



parcela do investimento protegida. Entretanto, foi mantida a opção de inserção do valor nominal considerando-se a possibilidade de uma emissão de COE para negociação em mercado de bolsa, por exemplo.

#### 3.2.8.4 Datas dos Fluxos de Pagamento e Vencimento (incisos V e VI)

A ANBIMA argumenta que, pela dinâmica do produto, sua estruturação frequentemente requer várias operações por parte dos emissores que objetivam mitigar ou eliminar os riscos assumidos no certificado contratado com os clientes. Em consequência, explica que *“nem sempre é possível determinar de modo preciso, previamente ao momento de contratação do COE, as datas dos fluxos de pagamento e vencimento”*.

A participante defende que a entrega do DIE em momento anterior à efetiva aquisição do certificado poderia demandar uma alteração das datas constantes no documento. Este descasamento de datas pode ficar inclusive exacerbado nos casos em que o COE for distribuído por um intermediário que não seja o próprio emissor, caso que potencialmente aumentaria o tempo decorrido entre a elaboração do DIE e o momento do investimento.

Desta forma, a ANBIMA sugere a modificação do inciso V, adotando-se a redação do Art. 3º, Parágrafo único, inciso XII da Resolução CMN nº 4.263, de 2013:

*“V – a data de início do fluxo de pagamentos de rendimentos ou amortizações e a sua frequência as condições de pagamentos periódicos dos rendimentos, quando houver;”*

Seguindo a mesma linha de argumentação, a inclusão da data de vencimento pode não ser possível no momento da elaboração do DIE, mas seria sempre viável a inclusão do prazo de duração do certificado. A ANBIMA considera que *“a informação relativa ao prazo da operação torna-se ainda mais relevante para o processo de decisão do investidor do que a própria data de vencimento. Isto porque, munido da referida informação, o investidor poderá inferir de forma mais direta e precisa a “duração” da operação e, portanto, se a contratação do investimento está em consonância com seus interesses e necessidades”*.

Entende ainda aquela associação, que a utilização do prazo é consonante com a exigência do art. 6º, inciso VII da Minuta de instrução, que trata do aviso de necessidade de imobilização do capital investido no COE por determinado período para que a parcela do valor nominal do investimento esteja protegida.

A CVM considerou as sugestões meritorias e a redação dos incisos V e VI foi modificada conforme sugestão da participante.

**CVM***Comissão de Valores Mobiliários**Protegendo quem investe no futuro do Brasil*

### **3.2.8.5 Informações acerca dos ativos subjacentes (inciso VIII)**

A BM&FBOVESPA sugere que o inciso VIII contenha também informações acerca das fontes onde poderão ser obtidos dados públicos relativos aos preços e volumes negociados dos ativos subjacentes ao COE.

A CVM acatou a sugestão, com adoção de uma redação mais abrangente estabelecendo a obrigação da divulgação do modo pelo qual o investidor poderá tomar conhecimento do valor dos índices, taxas ou cotações que sejam referenciais do COE em que esteja considerando investir.

### **3.2.8.6 Derivativos utilizados na estruturação (inciso IX)**

O escritório Salusse Marangoni Advogados alega que, para assegurar o objetivo de fornecer aos investidores maiores informações sobre o conteúdo do COE, seria relevante a inclusão da identificação das respectivas contrapartes, quando possível, dos derivativos que lastreiam o certificado.

A ANBIMA, por sua vez, defende a exclusão total do inciso. Para a participante, o fato de o COE ser um instrumento único e indivisível facilita o entendimento do investidor a respeito das características da operação e que antes de sua existência, replicava-se o seu resultado final por meio da contratação de diversos produtos individualmente, cada um deles com o seu próprio conjunto de informações, comprometendo a transparência e o seu entendimento.

Portanto, a associação entende que a grande complexidade e o alto grau de detalhamento podem confundir o investidor, implicando na perda do foco no resultado final da estrutura, que é a informação fundamental em relação ao produto que o cliente está contratando.

Por fim, argumenta que o inciso XI, ao exigir que sejam incluídas todas as possibilidades de desempenho do COE, além de abarcar os aspectos relevantes relativos a este inciso, torna mais didática e prática a maneira de informar o investidor.

A CVM considerou pertinente a argumentação da ANBIMA, em particular o questionamento da imprescindibilidade dessas informações para o entendimento da estrutura de rentabilidade e dos possíveis cenários.

Certamente, expandir o DIE explicitando em minúcia o conjunto de operações internas ao certificado, inclusive no diz respeito à identificação das contrapartes, como sugerido por Salusse Marangoni, vai na contramão dos objetivos da Resolução CMN nº 4.263, de 2013, principalmente pelo fato do risco de crédito a ser considerado pelo investidor ser o do emissor.



Portanto, a CVM eliminou o inciso IX e reenumerou os demais incisos do atual art. 7º.

### 3.2.8.7 Dados completos sobre todos os possíveis resultados (inciso XI da Minuta, atual inciso X)

O Commerzbank defende que, uma vez que “o COE depende do comportamento de um ativo subjacente que pode variar num intervalo teoricamente infinito, será demasiado exigente que se obrigue a apresentar todas as possibilidades de desempenho do COE”.

No mesmo sentido, a XP sustenta que, na realidade, imagina-se que a intenção da norma é que os todos os cenários possíveis sejam detalhados e não as infinitas possibilidades dentro do prazo de duração do COE. Além disso, deve se distinguir os termos “cenários” e “possibilidades”, pois “as possibilidades variam em um número incontável de vezes em função de cada ínfima oscilação do ativo base. Já os cenários são fixos e previamente conhecidos”. Dessa forma, o inciso deveria sofrer as seguintes alterações:

“XI - “dados completos sobre **todos os cenários** possíveis de desempenho do COE em resposta ao comportamento dos ativos subjacentes utilizados como referencial”.

O escritório de advocacia LCCF Advogados acrescenta que seria aparentemente “inviável atender à solicitação de disponibilização dos dados de forma completa e em relação a todas as possibilidades de desempenho do COE, uma vez que o número dessas possibilidades tende ao infinito, ainda mais que muitas delas podem inclusive ser “pontos fora da curva”, que dificilmente poderiam ser identificados ex-ante”.

Além dos argumentos já expostos, a ANBIMA propõe a inclusão de uma frase ao final do texto com o objetivo de informar ao investidor, de modo claro, que as condições de remuneração são válidas no vencimento da operação, uma vez que, caso esta seja interrompida antecipadamente, os valores não ficam assegurados.

A CVM concorda que a linguagem utilizada na Minuta não transmitiu corretamente a intenção da norma e adotou as sugestões nos moldes propostos pela XP e pela ANBIMA.



### **3.2.8.8 Condições de remuneração e hipótese de desempenho diverso (inciso XII, atuais incisos XI, XII, XIII e XIV)**

Quanto a este inciso, a ANBIMA sugere diversas mudanças, bem como a transformação de cada item em um novo inciso, renumerando-se os incisos subsequentes do artigo. Assim, a alínea ‘a’ se tornaria um novo inciso XIII, nos termos do art. 3º, parágrafo único, inciso XVI, da Resolução CMN nº 4.263, de 2013.

Ademais, a associação sugere a exclusão do item 1, da alínea b do inciso XII, pois o inciso XI do art. 6 determina que é necessário descrever todos os possíveis resultados do COE com relação aos seus ativos subjacentes. Assim, qualquer hipótese de desempenho do COE não esperado já estará descrita no DIE.

Por fim, é proposta a transformação do item 2, da alínea b do Inciso XII em um inciso autônomo de modo que o emissor especificará “se”, “quando” e “como” ocorrerá qualquer evento que implique a extinção do certificado, baseando-se no art. 3º, parágrafo único, inciso XIV, da Resolução CMN nº 4.263, de 2013.

Já a BM&FBOVESPA entende que o inciso em referência deveria ser complementado com o intuito de obrigar o emissor a deixar claro no DIE as condições para a liquidação antecipada, resgate ou recompra do COE, quando aplicável.

As sugestões da ANBIMA são pertinentes e foram adotadas, pois colocam o foco das informações divulgadas na descrição das condições para a ocorrência dos diversos eventos possíveis, atendendo, assim, os objetivos pretendidos com a obrigação de elaboração e entrega do DIE. A alteração feita atende também aos anseios da BM&FBOVESPA. Entretanto, foi enfatizada a necessidade de aviso específico nos casos de extinção do certificado antes da data de vencimento esperada ou de entrega compulsória do ativo físico subjacente.

### **3.2.8.9 Informações sobre as condições de liquidez do investimento (inciso XIII, atual inciso XV)**

O Commerzbank sugere uma adição ao texto deste inciso para incluir informação sobre a possibilidade da negociação do COE no mercado secundário. Isso porque, se COE for admitido à negociação e se houver um formador de mercado instituído, o conhecimento destas possibilidades por parte do investidor será particularmente relevante como indicativo da liquidez do investimento. Para evitar dúvidas quanto a essa possibilidade, sugere-se que a referência seja bem expressa.

A ANBIMA, em semelhante entendimento, argumenta que a proposta de alteração baseia-se no entendimento de que esse inciso refere-se exclusivamente ao mercado secundário, pois as condições de



recompra e resgate antecipados, em seu caráter mais amplo, já estão previstas em outros incisos discutidos acima.

Dessa forma, baseando-se na regulamentação internacional, em que, explicitamente, as condições de negociação no mercado secundário são expostas em documentos análogos ao DIE, a ANBIMA reforça seu entendimento sobre a necessidade do fornecimento desta informação para o investidor.

As sugestões são meritórias e o inciso foi alterado buscando-se atender às preocupações de ambos os participantes.

#### **3.2.8.10 Identificação da entidade administradora de mercado organizado (sugestão de inclusão de novo inciso)**

A CETIP entende que há necessidade de adicionar ao rol de informações constantes do DIE a indicação da entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários que mantém o sistema de registro no qual o COE será emitido a fim de propiciar maior transparência ao investidor do COE.

A CVM considerou relevante informar ao adquirente do certificado a indicação das entidades administradoras que mantêm o sistema de registro no qual o COE será emitido. A sugestão foi adotada no novo inciso XVIII.

#### **3.2.8.11 Sugestão de inclusão de novos incisos no art. 6º, atual art. 7º**

A BM&FBOVESPA propõe que haja a inclusão de diversos incisos neste artigo. O primeiro deles para prever expressamente a obrigatoriedade do DIE conter um aviso explícito sobre a possibilidade de liquidação por entrega do ativo subjacente ao COE, conforme previsto no art. 3º, XIV da Resolução CMN nº 4.263, de 2013.

Além deste, a BM&FBOVESPA sugere também a inclusão de dois novos incisos, pois, ainda que a Minuta do DIE traga diversas informações a respeito das características e condições do COE, há a necessidade que o documento também contenha informações em mais detalhe a respeito do emissor do COE, nos termos dos arts. 13 e 14 da Resolução CMN nº 4.263, de 2013. Na sua opinião, informações como a capacidade do emissor honrar as obrigações assumidas são relevantes para tomada de decisão de investimento e não devem ser enviadas somente ao Banco Central do Brasil.

Nesse sentido, a BM&FBOVESPA propõe a ampliação do conjunto de informações a respeito do emissor do COE que devem constar do DIE para a correta avaliação do produto pelo público investidor, com os seguintes dispositivos:



*“XXI – resumo contendo as informações essenciais sobre o emissor do COE, destacando:*

*a) processos de controles operacionais;*

*b) processos de gestão de riscos; e*

*c) nome do diretor responsável pela emissão, distribuição ou negociação do COE;”*

*“XXII – quando houver, identificação da agência de classificação de risco de crédito contratada pelo emissor, a classificação de risco obtida e a advertência de que a manutenção desse serviço não é obrigatória; e (...)”*

Por fim, a BM&FBOVESPA afirma que, levando-se em conta que não existe a possibilidade de alteração das condições do COE durante sua vigência, situação que difere daquela que ocorre com outros valores mobiliários, cujas condições podem ser alteradas por decisão de seus titulares, seria importante explicitar essa circunstância no DIE. Por isso, considera necessária a inclusão de outro inciso com a seguinte redação:

*“XXIII – aviso de que as condições do COE são imutáveis até o seu vencimento”.*

Em relação às propostas de novos incisos relativos à entrega ativo físico e imutabilidade das condições, a nova redação dos incisos XIII e X, respectivamente, aborda as informações consideradas relevantes pela BM&FBOVESPA.

Em relação aos outros incisos propostos acerca do emissor do COE (controles operacionais, gestão de risco e identificação do diretor responsável, e **rating**), a CVM entendeu que a sua inclusão leva à perda da simplicidade do documento e do foco nas informações sobre o produto e considerou inoportuno acatar as sugestões.

Observe-se que, conforme mencionado anteriormente, não há obstáculo a que outras informações que o emissor, ou o distribuidor, considerar necessárias sejam incluídas e divulgadas em outros documentos a serem confeccionados e entregues no âmbito do relacionamento dessas instituições com os investidores, desde que sejam consistentes com o DIE e não induzam o investidor a erro.

### **3.2.8.12 Ativo subjacente negociado em bolsa de valores ou mercado de balcão (inclusão de novo parágrafo)**



A ABRASCA gostaria de assegurar a concisão do DIE e propõe a inclusão de novo parágrafo no artigo para que o DIE faça referência direta às disposições constantes dos documentos da oferta, conforme a seguinte redação:

*“Caso o COE tenha como ativo subjacente um valor mobiliário já admitido à negociação em Bolsa de Valores ou mercado de balcão tendo como emissora companhia registrada perante a CVM, nos termos da Instrução CVM nº 480, conforme alterada, a descrição dos ativos subjacentes poderá ser substituída por referência aos respectivos documentos da oferta do ativo subjacente em questão.”*

Assim como no caso discutido no item 3.2.8.1, a CVM buscou evitar que, através da inserção de referências no DIE, informações essenciais para a decisão de investimento venham a constar de outros documentos. Assim, a sugestão não foi aceita.

Naturalmente, reitera-se que outras informações que o emissor, ou o distribuidor, considerar necessárias poderão ser incluídas em outros documentos a serem confeccionados e entregues no âmbito do relacionamento dessas instituições com os investidores, desde que sejam consistentes com o DIE e não induzam o investidor a erro.

### **3.2.8.13 Estrutura, disposição e formatação do DIE (Alteração no parágrafo único)**

A BM&FBOVESPA entende que, para dar maior objetividade a redação do dispositivo, é necessário fazer pequenas mudanças na forma da Minuta, conforme se propõe a seguir:

*Parágrafo único. A formatação, a estrutura e a disposição das informações e o leiaute do DIE não devem diminuir a relevância de nenhum dos itens constantes dos incisos do **caput**.*

A sugestão de aprimoramento da redação foi considerada adequada e está refletida no parágrafo único do artigo 7º.

### **3.2.9 Material publicitário - meios de divulgação (art. 7º, atual art. 8º)**

A ANBIMA sugere esclarecer que inclusive o material dirigido ao público em geral, por qualquer meio, deve se submeter às regras da norma proposta pela CVM. Para tanto, entende apropriado *“esclarecer o que seria esse meio de divulgação, incluindo um rol não taxativo de todos os meios mais utilizados com o intuito de distribuição”*.

Para fundamentar sua sugestão, a participante cita exemplos de dispositivos encontrados outras Instruções da CVM, tais como a Instrução CVM nº 476, de 2009, a Instrução CVM nº 400, de 2003, e,



ainda, a Instrução CVM nº 555, de 2014, que trazem menção expressa aos “*meios pelos quais se pode mencionar o valor mobiliário a ser distribuído*”. Por fim, encaminha a redação do seguinte texto no **caput** do artigo:

*“Art. 7º Qualquer material publicitário utilizado nas ofertas de COE, divulgado de forma oral ou escrita e dirigida ao público em geral, cliente ou não, por qualquer meio, inclusive, mas não se limitando a, anúncios, avisos, televisão, rádio, correio eletrônico, Internet e jornais, deve:”*

O Salusse Marangoni Advogados propõe a inserção de dois incisos no art. 7º, de modo a exigir-se a identificação do emissor e da tributação aplicável, respectivamente.

A manifestação da ANBIMA foi considerada pertinente e está refletida na versão definitiva da norma. A CVM optou, nesse caso, pela utilização da mesma linguagem utilizada na Instrução CVM nº 400, de 2003, para a devida consistência normativa.

Quanto à necessidade de incisos relativos à identificação do emissor e da tributação aplicável, conforme sugerido por Salusse Marangoni Advogados, a CVM optou por não expandir demasiadamente a lista de exigências do art. 7º, considerando que o material publicitário, por força do inciso II não pode conter informações diversas em relação ao conteúdo do DIE, que inclui a identificação do emissor e a tributação aplicável.

Adicionalmente, corretoras e distribuidoras poderão, por exemplo, utilizar material publicitário fazendo referências a estruturas que serão cotadas com diferentes emissores com os quais o intermediário tem um contrato de distribuição.

### **3.2.10 Obrigações dos emissores de COE (proposta de inclusão novo artigo)**

A BM&FBOVESPA sugere que seja inserido um conjunto de obrigações de caráter informacional para emissores de COE, especialmente no caso em que estes não sejam companhias registradas na CVM. Considerando que, conforme os termos da Minuta, o COE poderá ser vendido para o público em geral, a participante entende que um amplo subconjunto das obrigações necessárias para o registro junto à CVM de emissor de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados, em particular aquelas previstas nos arts. 13 a 24 (com pequenos ajustes) da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, deveria ser requisito para a distribuição dos certificados. A ampla divulgação de informações financeiras trimestrais e demonstrações de final de exercício auditadas seriam também requeridas do emissor.



A BM&FBOVESPA argumenta que sua “*proposta preservaria a dispensa do registro e os benefícios a ela associados, sobretudo no tocante à celeridade com que as distribuições podem ser estruturadas e colocadas junto aos investidores, bem como permite uma tomada de decisão de investimento mais embasada por parte do público em geral, em consideração, também, a aspectos relativos a particularidades do emissor do COE, o que a companhia entende fundamental, sobretudo considerando-se que se trata de instrumento financeiro não garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC*”.

A participante propõe um alívio desse conjunto de obrigações no caso de distribuição colocada exclusivamente junto a investidores qualificados, exceto com relação à obrigação de divulgação de fatos relevantes, levando-se em conta a hipótese de existência de um mercado secundário para os certificados.

A CVM entende que a disciplina da distribuição dos certificados de operações estruturadas com um regime informacional diferenciado, conforme proposto na Minuta, onde não há imposição de tal conjunto de obrigações aos emissores autorizados, é adequada neste estágio do desenvolvimento do mercado de COE. Embora a sugestão não tenha sido acatada, a Comissão permanece atenta a este relevante ponto, podendo adotar outro regime no futuro.

### **3.2.11 Destaque do melhor cenário (Art. 8º, atual art. 9º)**

Para a ANBIMA, há possibilidade da elaboração de material publicitário de caráter mais amplo, que não especifique uma determinada estrutura e, assim, que não haveria um cenário a ser destacado (como exemplo, pode haver um material que apresente a existência do COE como uma alternativa de investimento, mas sem especificar uma estratégia de investimento). Isso posto, encaminha a seguinte versão aprimorada para o art. 8º:

*“Art. 8º Caso o material publicitário do COE contenha cenários, não poderá ser dado ~~da~~ destaque ao melhor cenário em detrimento dos outros cenários possíveis ~~para a estrutura de rentabilidades ou fluxo de pagamentos do certificado.~~”*

A CVM considerou a sugestão pertinente e a redação proposta foi adotada.

### **3.2.12 Taxa de retorno anual (Art. 10, atual art. 11)**

A ANBIMA chama a atenção que um ajuste de redação é necessário para prever os casos em que não é aplicável a expressão das taxas efetivas em percentual ao ano, como por exemplo, no caso de taxas pós-fixadas ou de remuneração proporcional (percentual) em relação à variação do ativo subjacente.



O Salusse Marangoni Advogados sugere o esclarecimento ao investidor sobre o efeito da retenção na fonte de tributos em sua taxa de retorno. Por isso, encaminha alteração na redação do art. 10, que passaria a ter a seguinte redação:

*Art. 10. As menções a rentabilidades devem sempre incluir as correspondentes taxas efetivas expressas em percentual ao ano, com igual destaque, e em atenção à tributação em vigor, caso haja retenção na fonte.*

Conforme explicado no edital de audiência pública, o art. 10 objetiva padronizar a base temporal das referências às taxas de retorno para que, dados os diversos períodos de duração possíveis (que não necessariamente correspondem a anos inteiros), as rentabilidades entre certificados variados, de um mesmo ou de vários emissores, possam ser comparadas entre si, inclusive com a taxa livre de risco, sem induzir o investidor a erro. Tal requerimento que se aplica tanto aos materiais publicitários como ao DIE.

Nos casos como os citados pela ANBIMA, em que a rentabilidade de um dado cenário seja, por exemplo, um percentual de um índice, cujo valor é desconhecido em uma data futura, claramente não será possível a expressão da rentabilidade em termos de uma taxa numérica no período. Nesses casos, não será obrigatório calcular e incluir a taxa efetiva expressa em percentual ao ano no material e no DIE. A CVM considerou que o ajuste proposto não é necessário.

A divulgação relativa à tributação consta de um item obrigatório específico no Documento de Informações Essenciais. Assim, o ajuste proposto pelo Salusse Marangoni Advogados não foi implementado.

### **3.2.13 Gráfico com a evolução do valor marcado a mercado (Art. 11, atual art. 12)**

O escritório LCCF Advogados avaliou que no caso da redação do inciso I do art. 11 da Minuta, o qual faz referência à disponibilização de gráfico com a evolução do valor marcado a mercado do certificado compreendendo um período temporal no mínimo idêntico ao da duração do certificado, há hipótese que o referido período temporal possa não existir, uma vez que o prazo total do certificado pode ainda não ter decorrido por inteiro.

A ANBIMA apresentou suas preocupações quanto à exigência do inciso I de apresentação de um gráfico com a evolução do valor marcado a mercado do certificado que deve compreender um período de tempo idêntico ao da duração do COE.

A associação argumenta que “o COE é um investimento cuja rentabilidade é garantida no vencimento, tendo como público alvo clientes dispostos a imobilizar seu capital investido pelo período da duração do certificado. Assim, a apresentação da evolução do valor marcado a mercado de um COE



*poderia inculcar no investidor a ideia de liquidez do certificado, ou mesmo de que o seu resgate antecipado e a liquidez diária são da essência do investimento... Assim, as informações de desempenho passado marcado a mercado, tanto dos ativos subjacentes quanto dos certificados, pode confundir o investidor”.*

Na visão da ANBIMA seria mais recomendável que fosse apresentado o desempenho histórico do produto através da rentabilidade auferida (no vencimento) por COE já emitidos, que tenham (i) o mesmo ativo subjacente; (ii) a mesma estratégia; e (iii) a mesma duração. Seria construído assim um gráfico com os resultados de um conjunto de COE idênticos (exceto quanto à data de emissão) que teriam vencido a cada dia de uma janela temporal que corresponda a duração do certificado..

A ANBIMA também questiona a razoabilidade da exigência do gráfico com a evolução do valor marcado a mercado do certificado nos casos em que tenha sido apresentado um histórico de evolução do preços de ativos subjacentes, pois *“a inclusão do histórico de evolução de preço dos ativos subjacentes procura dar ao investidor mais informações sobre aspectos como, por exemplo, se o ativo subjacente é muito ou pouco volátil, se o preço atual está próximo dos máximos ou dos mínimos, se houve alguma variação abrupta no preço, informações que podem ajudar o investidor a visualizar seu ponto de entrada na estrutura e ter mais subsídios para avaliar o risco do investimento.”*

Em razão destes argumentos a ANBIMA sugere a adoção da seguinte redação para o art. 11:

*“Art. 11. Toda informação divulgada por qualquer meio, inclusive o DIE, na qual seja incluída referência à rentabilidade passada de um COE ou de seus ativos subjacentes, deve:*

*I – quando fizer referência à rentabilidade passada do COE, apresentar gráfico com a evolução do ~~valor marcado a mercado~~ desempenho passado do certificado compreendendo um período temporal no mínimo idêntico ao da duração do certificado;*

*II – quando fizer referência à evolução de preço dos ativos subjacentes do COE, incluir aviso de que estes valores são meramente ilustrativos e não representam o desempenho passado do COE.*

*III – apresentar os seguintes dizeres: “A menção a rentabilidades passadas não é garantia de rentabilidade futura”;*

*IV – quando fizer referência à rentabilidade passada do COE, apresentar a identificação clara do período de referência da rentabilidade passada;*



V – apresentar a indicação de que a rentabilidade líquida depende da tributação aplicável.

Os argumentos apresentados foram levados em consideração e a redação do art. 11 foi aprimorada, incluindo a possibilidade de apresentação de um gráfico cujos pontos representem os desempenhos de certificados idênticos que tenham vencido em um conjunto de datas cujo intervalo corresponda a uma janela de tempo passada de período total pelo menos igual ao da duração do certificado.

Assim, ao invés da marcação diária a mercado do certificado, o gráfico apresenta o desempenho considerando os resultados obtidos nas respectivas datas de vencimento de um conjunto de certificados idênticos àquele sendo colocado (exceto quanto à datas de emissão). A CVM concorda que esse conjunto de dados é satisfatório para a adequada informação do investidor.

Foi aceita também a sugestão da ANBIMA acerca do caso em que sejam apresentados dados relativos à rentabilidade passada dos ativos subjacentes, tendo sido criado um novo inciso II com a consequente renumeração dos demais incisos. Os demais ajustes na redação também levaram em conta as sugestões dos demais participantes.

### **3.2.16 Manutenção de arquivos (art. 12, atual art. 13)**

A ANBIMA observa que não ficou claro na Minuta se o prazo requerido de manutenção dos arquivos é contado a partir da data de contratação do certificado ou data de vencimento deste, devendo-se inclusive ponderar sobre os casos em que o COE seja emitido com prazo de duração superior a 5 anos, caso em que, na primeira hipótese, o prazo regulamentar de guarda se extinguiria antes do vencimento. Assim, foi encaminhada a seguinte sugestão:

*Art. 12. O emissor do COE e as instituições intermediárias devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, contados a partir da data de vencimento do COE, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução.*

A sugestão foi considerada pertinente e está refletida no art. 13.

### **3.12.17 Referência a instrução da CVM que dispõe sobre a distribuição de COE no art. 7º da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (art. 14)**

A BM&FBOVESPA sustenta que o inciso VII do artigo 7º da Instrução CM nº 480, de 2009, que trata da dispensa automática de registro de emissor, faça referência à nova instrução da CVM. Nesse contexto, o dispositivo ficaria assim redigido:



*“VII – emissores de certificados de operações estruturadas distribuídas nos termos da Instrução CVM nº [ = ], os quais devem observar o disposto na aludida regulamentação”.*

A CVM considerou que a redação do parágrafo único adicionado pela Minuta ao art. 7º da Instrução CVM nº 480, de 2008, contempla adequadamente os objetivos pretendidos pela Comissão, não tendo sido acatada a proposta remetida pela BM&FBOVESPA.

### **3.2.18 Alteração no artigo 3º da Instrução da CVM nº 541 (Art.15)**

A CETIP faz três considerações no 3º artigo da referida Instrução.

A primeira delas é que o inciso III proposto para o caso dos certificados seja mais claro quanto às situações em que o objetivo da norma é obrigar o depósito, e conseqüentemente a conciliação diária, indicação do custodiante do investidor, e a remessa de extrato. O participante teme que a redação da Minuta abranja tanto os negócios realizados em bolsa e em sistema eletrônico de negociação de mercado de balcão organizado, quanto aqueles negócios previamente realizados e levados a registro em mercado organizado de valores mobiliários.

A segunda consideração não é uma proposta, mas um esclarecimento. A CETIP gostaria de confirmar se a modificação proposta pela Minuta ao inciso II do parágrafo único do artigo 3º da Instrução CVM nº 541, de 2013, tem o propósito de alterar a abrangência da exigência de depósito, que antes incluía cotas de fundo fechado com previsão de negociação em qualquer mercado secundário, para aquelas com previsão exclusiva de negociação em mercado organizado.

Por fim, pretende-se a inclusão de novo § 2º ao artigo 3º da Instrução CVM nº 541, de 2013, com a renumeração do parágrafo único para § 1º, a fim de estabelecer a obrigatoriedade de registro, em mercado de balcão organizado que funcione como sistema de registro

A BM&FBOVESPA entende que a exceção à obrigatoriedade de depósito centralizado contemplada aplicar-se-ia tão somente ao COE emitido por instituição financeira diretamente a investidor final, isto é, que não admita circulação ou negociação de qualquer natureza.

A ANBIMA solicitou esclarecimento em relação a este dispositivo, questionando se o pretendido pela CVM é que o depósito centralizado do COE não seja necessário nas situações em que não haja negociação em sistemas centralizados e multilaterais de negociação. Em consonância, aquela associação também pergunta acerca da dispensa do requerimento de custódia do certificado, regulada pela Instrução CVM nº 542, de 20 de dezembro de 2013, com exceção das negociações conduzidas nesses sistemas.



Quanto à incidência da obrigação do depósito centralizado, a redação do novo inciso III do art. 3º da Instrução CVM nº 541, de 2013, que diz respeito aos COE, foi aprimorada, passando a fazer menção específica que o requerimento só se dá nos casos de negociação realizada em sistema centralizado e multilateral de negociação, definido nos termos parágrafo único do art. 65 ou do inciso I do art. 92, ambos da Instrução CVM nº 461, de 2007. A Comissão também esclarece que o requerimento de custódia do certificado somente se aplica nesses casos.

Em resposta à segunda consideração da CETIP, a redação do inciso II foi modificada, retornando os termos da redação atual da Instrução CVM nº 541, de 2013, que no parágrafo único que faz menção à negociação de fundos fechados em qualquer mercado secundário.

No caso da proposta da CETIP de inclusão de um novo § 2º ao artigo 3º da Instrução CVM nº 541, de 2013, a fim de estabelecer a obrigatoriedade de registro, em mercado de balcão organizado que funcione como sistema de registro, da colocação e demais negócios realizados com o COE, a CVM entende que tal obrigação já existe e é decorrente dos termos do art. 3º da Resolução CMN nº 4.263, de 2013, não sendo necessária a adição do dispositivo proposto.

A reforma da redação do novo inciso III do art. 3º da Instrução CVM nº 541, de 2013, também endereça o comentário feito pela BM&FBOVESPA, que não parece ser entendimento desta Comissão.

### **3.2.19 Infração grave (Art.16)**

O escritório Salusse Marangoni Advogados entende necessário a ampliação do rol de condutas sujeitas a serem consideradas infrações graves para efeitos do § 3º do art. 11 da Lei 6.385/76. Com tal sugestão, pretende-se dar mesmo peso ao descumprimento dos demais artigos, em vista das possíveis consequências trazidas pela não observância deles.

O rol de condutas foi revisto conforme sugerido, tomando-se em consideração a participação de investidores de varejo em ofertas de COE que serão dispensadas de registro.

## **3.3 Sugestões de alterações em outras normas**

### **3.3.1 Vedações à negociação - Alteração no parágrafo único do artigo 13 da Instrução CVM nº 476, de 2009**

O Commerzbank sustenta que, conforme disposto no artigo 13 da Instrução CVM nº 476, de 2009, os COE distribuídos por meio de oferta com esforços restritos apenas poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 dias da respectiva subscrição ou aquisição pelos investidores que os subscrevam.



O participante não vê razão para a restrição temporal que, relativamente aos investidores de COE, perderia razão ao ser lida em conjunto com a Minuta. Adicionalmente, enxerga nesta restrição um obstáculo adicional à criação do mercado secundário de COE. A sugestão é de alargar este elenco de exceções do parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM nº 476, de 2009, aos COE.

A sugestão do Commerzbank foge do escopo da presente Audiência, que não tratou do regime de distribuição de ofertas restritas. Entretanto, esclarecemos que tal sugestão já foi apresentada formalmente à CVM por parte da Associação Brasileira de Bancos Internacionais – ABBI, por ocasião da Audiência Pública nº 01/2014, que tratou de alteração da Instrução CVM nº 476, de 2009, não tendo sido acatada.

Conforme explicado no relatório de análise de audiência pública que acompanhou a edição da Instrução CVM nº 551, de 25 de setembro de 2014, o período de **lock-up** constante do art. 13 da Instrução CVM nº 476, de 2009, é necessário para impedir que a regra de limitação ao número de investidores do art. 3º da mesma instrução seja facilmente elidida.

### **3.3.2 Vedações à negociação - Alteração no artigo 13 da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002**

A ANBIMA defende o afastamento da proibição, constante do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, de negociação pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante antes da sua divulgação ao mercado.

Nesse sentido, a participante opina que, no caso do COE, *“o valor deste produto é predominantemente determinado pelo desempenho de seu ativo subjacente e sua negociação não precisaria ser impedida nos casos em que há algum fato relevante pendente de divulgação que diga respeito unicamente ao emissor do certificado ou quando o emissor se encontrar em período de silêncio de que trata o parágrafo 4 do art. 13 da Instrução nº 358 da CVM”*.

Na visão da ANBIMA, o elemento que diferencia o COE das demais captações bancárias é a vinculação de sua remuneração ao resultado de algum(s) ativo(s) subjacente(s). O principal risco assumido pelo investidor é a ocorrência do cenário desfavorável com relação a tal ativo que pode implicar na perda de remuneração ou de parte do capital aplicado. Já o risco de crédito das instituições financeiras emissoras do COE é acompanhado pelo Banco Central e pode ser conhecido pelos investidores através das demonstrações financeiras divulgadas publicamente pelas instituições financeiras.



Seguindo a mesma linha de raciocínio, a participante entende necessária a manutenção da vedação nos casos que o ato ou fato relevante diga respeito ao ativo subjacente do certificado. A sugestão de redação para o art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, encaminhada objetivou o tratamento diferenciado das hipóteses em que a informação relevante diz respeito ao emissor, ou ao ativo subjacente, respectivamente:

*Art. XXXX – O art. 13 da Instrução nº 358 da CVM, de 3 de janeiro de 2002, passa a vigorar com a seguinte redação:*

*“Art. 13 .....*

*“§8º - As vedações previstas neste artigo não se aplicam a negociação com Certificados de Operações Estruturadas - COE pelas pessoas mencionadas no caput e no § 1º que detenham informações sobre atos ou fatos relevantes ainda não divulgados ocorridos em relação ao emissor do COE. Também não se aplica a vedação prevista no § 4º com relação a negociação de COE no período que antecede a divulgação das demonstrações financeiras do emissor do COE. Permanecem aplicáveis as disposições deste artigo caso a informação sobre o ato ou fato relevante se refira aos ativos subjacentes do COE que sejam valores mobiliários.”*

A CVM esclarece que a vedação prevista no art. 13 se aplica à negociação de valores mobiliários em mercado secundário e, portanto, não alcança a emissão valores mobiliários, que são disciplinados pela Instrução CVM nº 400, de 2003. Dessa forma, não há qualquer impedimento para a emissão de COE nos períodos de vedação determinados pela Instrução CVM nº 358, de 2002.

A CVM entende, ainda, que o comando do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, se aplica para a negociação de COE, inclusive no tocante ao emissor do ativo subjacente, pois o **caput** deste dispositivo faz referência a valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados. Logo, a vedação se aplica para a negociação de COE referenciados nos ativos subjacentes de determinada companhia, quanto à negociação por parte da própria companhia e demais pessoas indicadas no **caput** deste artigo.

#### 4. Considerações Finais

O escritório LCCF Advogados sugere que, visando proteger o mercado financeiro e de capitais como um todo, a CVM deveria incluir na Minuta disposição que preveja a análise prévia do material publicitário pela CVM, ou eventualmente a dispensa da análise por meio de utilização de material pré-aprovado de forma similar ao disposto no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SRE/Nº 001/2009.

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários

*Protegendo quem investe no futuro do Brasil*

Conforme mencionado na introdução deste relatório, a celeridade no processo de emissão e colocação dos certificados é necessária em função da estrutura de remuneração a ser construída pelo emissor, que varia de acordo com as oportunidades encontradas em condições momentâneas dos mercados. Assim, a CVM não considerou conveniente a introdução de requisitos de análise prévia no regramento em questão.

Finalmente, a Comissão considerou que será necessário um prazo de adaptação para que administradores de mercados organizados, emissores e distribuidores possam fazer ajustes nos seus sistemas e procedimentos. A CVM optou por um prazo de 60 dias para a realização destes ajustes pelos participantes, conforme o novo art. 18 que foi inserido.

## **5. Proposta definitiva de instrução**

A proposta definitiva de instrução segue anexa a este relatório.

Rio de Janeiro, 14 de outubro de 2015.

*Original assinado por*

**ANTONIO CARLOS BERWANGER**

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado