



São Paulo, 23 de janeiro de 2015
002/2015-DF-DJU

À

Comissão de Valores Mobiliários
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
20050-901 - Rio de Janeiro/RJ

Endereço eletrônico: audpublica1114@cvm.gov.br

At.: Sra. Flavia Mouta Fernandes
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 11/14

Prezada Senhora,

A BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”) vem, pela presente, apresentar manifestação ao Edital de Audiência Pública SDM nº 11/14 (“Edital”), por meio do qual essa Autarquia submete à apreciação do mercado minuta de Instrução que substituirá a Instrução CVM nº 317, de 15 de outubro de 1999 (“Instrução CVM nº 317/99”), dispoendo sobre a aprovação de programas de *Depositary Receipts* (“DR”) para negociação no exterior.

Em primeiro lugar, gostaríamos de cumprimentar essa Autarquia pela louvável iniciativa de atualizar a aludida regulação, em virtude da experiência adquirida na aplicação da Instrução CVM nº 317/99 durante os 15 (quinze) anos de sua vigência, bem como em função das inovações introduzidas no tratamento da matéria pela Resolução CMN nº 4.373, de 29 de setembro de 2014.

Não obstante a salutar iniciativa, apresentamos nossas considerações às propostas apresentadas no Edital.

No intuito de facilitar a análise por essa Autarquia, esclarecemos que apresentaremos nossos comentários (inclusões em azul e exclusões em vermelho) divididos pelos artigos da minuta da nova instrução (“Minuta”).

1. Capítulo I – Programas de Depositary Receipts

1.1. Inclusão de Seção de Definições





<i>Texto da Minuta</i>	<i>Texto Proposto</i>
N/A	<p><u>Art. 1º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:</u></p> <p><u>I - Depositary Receipts – DR: os certificados, emitidos por instituição depositária no exterior, representativos de (i) valores mobiliários emitidos por companhias abertas brasileiras; ou (ii) títulos de crédito elegíveis a compor o Patrimônio de Referência emitidos por instituições financeiras e demais instituições de capital aberto autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;</u></p> <p><u>II – instituição custodiante: a instituição, sediada no País e autorizada pela CVM a prestar serviços de custódia;</u></p> <p><u>III – instituição depositária: a instituição que emitir, no exterior, o correspondente DR, com base nos valores mobiliários custodiados no País; e</u></p> <p><u>IV - empresa patrocinadora: a companhia aberta, instituição financeira ou outra instituições de capital aberto autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, emissora dos ativos objeto do DR.</u></p>

Justificativa:

Consideramos salutar incluir na Minuta uma seção contendo algumas definições importantes à compreensão da norma e da própria estrutura dos Programas de DR, à luz do contido, por exemplo, na Instrução CVM nº 332/00, com relação aos *Brazilian Depositary Receipts – BDR*.

1.2. Seção II – Aprovação dos programas de Depositary Receipts**1.2.1. Artigo 4º da Minuta**

<i>Texto da Minuta</i>	<i>Texto Proposto</i>
<p><i>Art. 4º O pedido de aprovação automática deve ser encaminhado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE e instruído com os seguintes documentos:</i></p> <p><i>I – contrato entre a instituição custodiante e a instituição depositária;</i></p> <p><i>II – convênio celebrado entre as entidades administradoras de mercados organizados nacional e estrangeira que disponha sobre a negociação de</i></p>	<p><i>Art. 4º O pedido de aprovação automática deve ser encaminhado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE e instruído com os seguintes documentos:</i></p> <p><i>I – contrato entre a instituição custodiante e a instituição depositária;</i></p> <p><i>II – convênio celebrado entre as entidades administradoras de mercados organizados nacional e estrangeira que disponha sobre a negociação de</i></p>



<p>valores mobiliários envolvidos em programa de DR; III – autorização do Banco Central do Brasil em caso de programa de DR com lastro em ativos emitidos por instituição financeira com sede no País; e IV – declaração, assinada por diretor estatutário da instituição custodiante, de que os documentos que instruem o pedido atendem à legislação em vigor. §1º Caso o programa de DR seja patrocinado, o pedido de aprovação deve ser instruído ainda com: I – o contrato entre a empresa patrocinadora e a instituição depositária; e II – a declaração, assinada por diretor estatutário do emissor dos ativos que lastreiem os certificados, de que os documentos atendem à legislação em vigor. §2º Caso o programa de DR seja não patrocinado, o pedido de aprovação deve ser instruído ainda com o termo de anuência do emissor dos ativos que lastreiem os certificados. §3º Os documentos redigidos em língua estrangeira devem ser apresentados juntamente com sua tradução juramentada para o idioma nacional.</p>	<p>valores mobiliários envolvidos em programa de DR <u>contendo, obrigatoriamente:</u> <u>a) disposição que determine a suspensão de negociação dos DRs no exterior, quando se der a suspensão da negociação dos correspondentes valores mobiliários no País, desde que fundamentada nas hipóteses previstas nos §§1º e 2º do artigo 60 da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 e no §2º do artigo 5º da Instrução CVM nº 358/02, de 3 de janeiro de 2002; e</u> <u>b) disposição determinando que a suspensão de negociação dos DRs no exterior deverá ser imediatamente comunicada à respectiva entidade administradora de mercado no País.</u> III – autorização do Banco Central do Brasil em caso de programa de DR com lastro em ativos emitidos por instituição financeira com sede no País; e IV – declaração, assinada por diretor estatutário da instituição custodiante, de que os documentos que instruem o pedido atendem à legislação em vigor. §1º Caso o programa de DR seja patrocinado, o pedido de aprovação deve ser instruído ainda com: I – o contrato entre a empresa patrocinadora e a instituição depositária; e II – a declaração, assinada por diretor estatutário do emissor dos ativos que lastreiem os certificados, de que os documentos atendem à legislação em vigor. §2º Caso o programa de DR seja não patrocinado, o pedido de aprovação deve ser instruído ainda com o termo de anuência do emissor dos ativos que lastreiem os certificados. §3º Os documentos redigidos em língua estrangeira devem ser apresentados juntamente com sua tradução juramentada para o idioma nacional.</p>
--	---

Justificativa:

Entendemos que a exigência de celebração de um convênio entre as entidades administradoras de mercado envolvidas no Programa de DR sem que haja, na norma, indicações efetivas acerca do conteúdo mínimo desse convênio, torna a exigência relativamente inócua, sendo, portanto, essencial que a regra prescreva esse conteúdo mínimo, como o fazia, por exemplo, a Instrução CVM nº 317/99 em sua redação original.

A Instrução CVM nº 317/99, em sua redação original, ao determinar a obrigatoriedade de celebração de convênio entre as bolsas em que os DRs e as ações que o lastreariam seriam negociados, como condição para o registro do Programa de DR pela



CVM, exigia, em seu artigo 2º, §2º, que o aludido convênio contivesse disposição determinando a suspensão de negociação dos DRs no exterior quando determinada a suspensão da negociação das correspondentes ações no País. Essa previsão, entretanto, foi revogada quando da alteração da Instrução CVM nº 317/99 promovida pela Instrução CVM nº 334, de 06 de abril de 2000.

Entendemos que a revogação do §2º do artigo 2º da Instrução CVM nº 317/99 trouxe dificuldades à negociação de convênios dessa natureza, principalmente no tocante aos procedimentos relativos à coordenação da suspensão de negociação entre a BM&FBOVESPA e as bolsas estrangeiras que negociam DRs de companhias abertas brasileiras.

Na hipótese de ações negociadas no Brasil representativas de DRs negociados no exterior, é fundamental que existam procedimentos capazes de garantir que, em determinadas situações que acarretam a suspensão da negociação por motivos de ordem regulatória (e.g. necessidade de melhor disseminação de uma determinada informação), a suspensão dos negócios nos diversos mercados ocorra de forma harmônica e organizada. Adicionalmente, é absolutamente desejável que, na hipótese de companhias brasileiras listadas junto a entidades administradoras de mercado no País, a decisão acerca da suspensão dos negócios tomada por essa entidade, e fundamentada em motivos de natureza regulatória, seja seguida pelas entidades administradoras de mercado no exterior que eventualmente negociem DR lastreados em valores mobiliários emitidos por essas companhias, de modo que prevaleça, nesse caso, a adequada tutela dessas companhias e dos investidores que atuam no mercado brasileiro.

Assim, entendemos que a Minuta, como ocorria com a Instrução CVM nº 317/99 em sua redação original, deveria condicionar o registro dos Programas de DR à existência de disposições nesse sentido no convênio a ser celebrado nos termos do proposto artigo 4º, inciso II.

A ausência de previsão dessa natureza gera, sobretudo, uma grave distorção nas hipóteses de pedidos de suspensão formulados por companhias abertas brasileiras em virtude da necessidade de se proceder a divulgação de um fato relevante durante o período da sessão de negociação dos seus valores mobiliários.

Não obstante a Instrução CVM nº 358/02 recomende que a divulgação de fatos relevantes ocorra antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a aludida divulgação durante o período da sessão de negociação pode ser, em determinadas situações, imperativa, inclusive na hipótese de perda do controle sobre determinada informação ou diante da ocorrência de oscilação atípica na cotação de determinado valor mobiliário, por exigência do contido no artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02.



Nessa hipótese, é facultada à companhia, nos termos do artigo 5º, §2º da Instrução CVM nº 358/02, a possibilidade de solicitar à entidade administradora de mercado a suspensão dos negócios dos valores mobiliários de sua emissão para que se proceda a divulgação do fato relevante, garantindo, assim, a sua adequada disseminação.

Entretanto, na hipótese de valores mobiliários (ou DRs que os representem) negociados simultaneamente em mais de um país, o artigo 5º, §3º da Instrução CVM nº 358/02 determina que a referida suspensão não seja levada a efeito no Brasil caso os negócios também não sejam suspensos pela entidade administradora de mercado no exterior.

Assim, diante do contido na Instrução CVM nº 358/02, a ausência de dispositivo na forma como acima proposto faz com que, na prática, a decisão acerca da suspensão de negociação dos valores mobiliários de uma companhia brasileira em virtude da necessidade de se divulgar um fato relevante durante a sessão de negociação, justificada pela necessidade de se garantir a adequada disseminação dessa informação, compita não à entidade administradora de mercado brasileira em que os valores mobiliários são admitidos à negociação, mas sim à entidade estrangeira em que os DRs lastreados no mesmo são negociados. Essa situação gera, a nosso ver, uma distorção injustificada, com relação a essa decisão, principalmente diante dos impactos que a mesma pode causar ao mercado de valores mobiliários brasileiro.

Adicionalmente, é importante que o aludido convênio também preveja a obrigatoriedade de a entidade administradora de mercado do país onde os DRs são negociados informar a entidade brasileira caso decida, por conta própria, suspender os negócios com os mesmos, de modo a permitir a adequada reação a esse respeito (o que, atualmente, muitas vezes não ocorre, prejudicando a adequada tutela do mercado nessas situações).

1.2.2. Artigo 7º da Minuta

<i>Texto da Minuta</i>	<i>Texto Proposto</i>
<i>Art. 7º Fica dispensada a emissão de certificado de depósito no exterior, desde que os registros das posições de ações sejam mantidos em conta escritural, pela bolsa de valores conveniada ou pela respectiva entidade de compensação e liquidação.</i>	<i>Art. 7º Fica dispensada a emissão de certificado de depósito no exterior, desde que os registros das posições de ações dos valores mobiliários que <u>servam de lastro ao programa de DR</u> sejam mantidos em conta escritural, pela bolsa de valores <u>entidade administradora de mercado organizado</u> conveniada ou pelo respectivo <u>depositário central</u>. entidade de compensação e liquidação.</i>

**Justificativa:**

Sugerimos alguns ajustes na redação do artigo 7º da Minuta de modo a harmonizá-la com o restante da Minuta, sobretudo no tocante à possibilidade dos Programas de DR serem lastreados por outros valores mobiliários que não ações. Ademais, entendemos que o controle da conta escritural a que alude o mencionado dispositivo seria, dentro da estrutura regulatória brasileira, realizado pelo depositário central, e não pela entidade de compensação e liquidação.

2. Capítulo II – Participação em Assembleia**2.1. Artigo 8º da Minuta**

<i>Texto da Minuta</i>	<i>Texto Proposto</i>
<i>Art. 8º O emissor de ações que sirvam de lastro para programa de DR deve convocar assembleia geral com o prazo mínimo de 30 (trinta) dias de antecedência.</i>	<i>Art. 8º O emissor de ações que sirvam de lastro para programa de DR deve convocar assembleia geral com o prazo mínimo de 30 (trinta) dias de antecedência.</i> <i>Art. 8º O direito de voto das ações que sirvam de lastro para programa de DR deve ser exercido pelos depositários ou representantes na forma instruída pelos titulares de DR, desde que identificados os titulares de DR que instruíram o voto em cada sentido.</i>

Justificativa:

Entendemos que a imposição de prazo superior ao previsto no artigo 124, §1º, inciso II da Lei nº 6.404/76 para convocação de assembleias para o emissor de ações que sirvam de lastro para programa de DR é impertinente.

Sem entrar no mérito da discussão acerca da legalidade de se alargar o prazo previsto no aludido dispositivo da lei societária por meio de um ato infra legal, como ocorria com a Instrução CVM nº 317/99 antes da alteração da Lei nº 6.404/76 promovida pela Lei nº 10.303/01, entendemos que essa opção não se justifica.

Em primeiro lugar, não parece suficiente para justificar a proposta o argumento apresentado por essa D. Autarquia no Edital, de que considerando que o prazo de convocação para assembleias gerais de companhias abertas era, anteriormente à Lei nº 10.303/01, de 8 (oito) dias, e a Instrução CVM nº 317/99, quando editada, majorava esse



prazo, seria necessário também majorá-lo com relação ao prazo de 15 (quinze) dias atualmente previsto no artigo 124, §1º, inciso II da Lei nº 6.404/76, de modo a manter um suposto paralelismo.

Entendemos, entretanto, que a busca desse suposto paralelismo não procede, pois não se trata de assumir que as companhias cujas ações lastreiam programas de DR necessitarão invariavelmente de prazo superior ao previsto na legislação para convocação de assembleia, mas sim de verificar se o prazo atualmente vigente é suficiente para, simultaneamente, viabilizar a participação dos acionistas no conclave sem prejudicar o legítimo interesse da companhia em ver determinadas matérias submetidas à deliberação o quanto antes.

Se com relação às assembleias gerais ordinárias a ampliação do prazo sugerida na minuta teria pouco efeito prático, uma vez que o artigo 133 da Lei nº 6.404/76 já prevê a divulgação, 30 (trinta) dias antes da assembleia, de diversos documentos a ela relacionados, fato é que com relação às assembleias gerais extraordinárias, referida ampliação terá, na prática, como efeito protelar a realização de determinadas assembleias que, por sua natureza intrínseca, muitas vezes precisam ser efetivadas o mais rápido possível pela companhia, não se justificando, a nosso ver, sua ampliação, haja vista que já existe hoje uma adaptação dos investidores estrangeiros, titulares de DR ou não, a esse prazo.

Por fim, com relação à questão proposta pela CVM no Edital, acerca da conveniência ou não de incluir na norma a ser editada dispositivo prevendo que “o direito de voto das ações que sirvam de lastro para programa de DR deve ser exercido pelos depositários ou representantes na forma instruída pelos titulares de DR”, gostaríamos de reiterar alguns comentários feitos em nossa manifestação ao Edital de Audiência Pública SDM nº 09/13.

Conforme reconhecido no Edital, na estrutura dos Programas de DR, a instituição depositária é a proprietária das ações que lastreiam os DRs por ela emitidos no exterior, sendo, portanto, a efetiva acionista da companhia e, conseqüentemente, legalmente responsável pelos votos proferidos em assembleia. Essa circunstância é facilmente evidenciada a partir da análise das atas de assembleia geral de companhias que possuem Programas de DR, em que, na lista de acionistas presentes, consta tão somente o nome da instituição depositária do programa, e não dos titulares dos DRs.

A relação jurídica existente entre a instituição depositária e os titulares dos DRs é de natureza puramente contratual, e não obstante o contrato de depósito possa conter disposições prevendo a possibilidade de os titulares dos DRs instruírem a instituição depositária quanto ao exercício do direito de voto da ação, de propriedade desta última, que lastreia os certificados de que é titular (inclusive por exigência da bolsa em que os DRs são admitidos à negociação), é evidente que essa disposição estará, sempre, limitada pelas condições para o exercício do direito de voto impostas pela lei do país-sede da companhia



em questão¹.

Entretanto, o cumprimento das instruções de voto pode fazer como que a instituição depositária, na condição de acionista da companhia, tenha de proferir votos diversos para uma mesma deliberação, não obstante a análise sistemática da Lei nº 6.404/76 leve à conclusão de que a mesma não admite a divisibilidade do voto, que constitui manifestação de vontade do acionista².

Além de a própria lei associar o exercício do direito de voto sempre à figura do acionista, e não às ações, seria impossível harmonizar a tutela do interesse social, consagrada no artigo 115 da Lei nº 6.404/76, com a possibilidade de fracionamento do voto.

Diferentemente do que ocorre nos países de origem anglo-saxônica, onde se admite que o acionista exerça o direito de voto da forma como lhe convir³ (permitindo-se inclusive sua cessão ou a cindibilidade da ação entre direitos políticos e econômicos, o que não é admitido por aqui), a Lei nº 6.404/76 adota orientação diversa, estabelecendo, em seu artigo 115, que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia, conferindo ao voto o *status* de um direito-dever, e não de um clássico direito subjetivo. Consequentemente, parece claro que o mesmo dever ser exercido de forma unívoca.

Ademais, a possibilidade de emitir votos em sentidos opostos é também incompatível com os mecanismos de responsabilização por voto abusivo, contidos no mesmo dispositivo. Da mesma forma, o regime de deveres e responsabilidades dos acionistas controladores, insculpidos nos artigos 116 e 117 da mesma lei, também pressupõe o exercício do direito de voto em sentido único.

¹ “Voting rights of ADR holders are determined primarily by the terms of the Deposit Agreement and are guided by the rules of the stock exchange where the ADRs are listed (if any) and the laws of the Issuer’s home market. The Deposit Agreement may give ADR holders a contractual right to instruct the Depositary to vote on matters that have been submitted for shareholder approval, provided it is legal and reasonably practicable to do so.” (White Paper: Extending Voting Rights to American Depositary Receipt Holders, Deutsche Bank, p. 4, disponível em https://www.adr.db.com/drweb/public/en/docs/Whitepaper-Extending_Voting_Rights_to_American_Depositary_Receipt_Holders.pdf) (grifo nosso).

² Nesse sentido, M. L. Rego afirma: “O voto manifesta a vontade do acionista, e este não pode, ainda que titular de várias ações, manifestar simultaneamente diversas vontades, votando de maneira diferente com cada uma delas, pessoalmente ou por meio de procurador. O sujeito que manifestar a vontade por meio do voto é o titular da ação, e não a ação. Não existe na lei brasileira a possibilidade de fracionamento da vontade do acionista em tantas quantas forem as ações de sua propriedade.” (REGO, Marcelo Lamy. “Direitos dos Acionistas” In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2008, vol. 1, p. 380). No mesmo sentido, M. Carvalhosa: “O voto não pode ser dividido. Ele é sempre único, qualquer que seja o número de ações.” (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4ªed. São Paulo: Saraiva, 2009, v. 2, p. 395).

³ Cf. REGO, Marcelo Lamy. “Direitos dos Acionistas” In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2008, vol. 1, p. 378.



Adicionalmente, aceitar amplamente a possibilidade de votos conflitantes proferidos por instituições depositárias de DR também criaria um grande risco de frustração das hipóteses de restrição ao direito de voto previstas no §1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 (aprovação de laudo de avaliação pelo titular dos bens conferidos ao capital, aprovação das próprias contas enquanto administrador, bem como hipóteses de benefício particular e conflito de interesses), na medida em que permitiria a ocultação daquele que sobre quem recai a impedimento de voto.

Não se pode ignorar o esforço do legislador, quando da edição da Lei nº 6.404/76, em criar mecanismos aptos a garantir a plena identificação dos acionistas que exercem o direito de voto na assembleia geral, justamente em função do regime de deveres e responsabilidades constantes do mencionado artigo 115 da Lei nº 6.404/76, passando, inclusive, a vedar o exercício do direito de voto pelos titulares de ações ao portador, admitidas à época da edição da lei⁴ e posteriormente abolidas também com a intenção de evitar a ocultação de seus titulares.

E essa correta identificação daqueles que exercem o direito de voto nas assembleias resta absolutamente prejudicada em um cenário em que a instituição depositária de um Programa de DR possa proferir, indistintamente, votos divergentes em assembleia, em cumprimento às instruções de voto dos titulares dos DRs, frustrando o contido nos supracitados dispositivos da Lei nº 6.404/76 e dificultando, inclusive, a fiscalização da conduta dos acionistas, controladores e não controladores, por parte do regulador e das entidades autorreguladoras do mercado de capitais brasileiro.

Dessa forma, não se pode permitir que as instituições depositárias de programas de DR possam, irrestritamente, emitir votos conflitantes em cumprimento às instruções recebidas dos titulares de DRs, pois isso maximizaria os riscos advindos da ocultação daqueles que efetivamente estão instruindo os sufrágios.

Neste sentido, se a questão colocada pela CVM no Edital, assim como a proposta contida no artigo 21-S, §2º da minuta de alteração da Instrução CVM nº 481/09, submetida a comentários por meio do Edital de Audiência Pública SDM nº 09/13, de certa forma procuram reconhecer que não obstante as ações que lastreiam os Programas de DR sejam de propriedade da instituição depositária, trata-se de uma propriedade de natureza fiduciária, exercida, portanto, inclusive no tocante ao direito de voto, em benefício dos

⁴ A esse respeito, J. L. Bulhões Pedreira e A. Lamy Filho afirmaram: “*Todos esses preceitos – e haveria outros, ainda a referir – torna-se-iam insubsistentes se o voto pudesse ser exercido por quem não se identificasse, ou – como seria o caso de detentores de ações ao portador – por “homens de palha” ou “testas-de-ferro” aos quais se transferisse, para o só efeito de votar, a posse das ações. Daí porque o Anteprojeto, no Art. 126 (112 da lei) reserva o direito de votar, aos titulares de ações nominativas, endossáveis e escriturais, com exclusão dos detentores de ações ao portador*”. (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Forense, 1992, p. 163.)



titulares dos DRs, é essencial que a regulamentação preveja a correta identificação destes quando do exercício do voto pelas instituições depositárias em assembleia, segundo as instruções por eles encaminhadas, sob pena de frustração do regime legal vigente calcado na correta identificação daquele que profere o voto.

Neste sentido, sugerimos que, caso incluído na Minuta o dispositivo acerca do exercício do direito de voto pela instituição depositária, o mesmo deverá refletir a obrigatoriedade de identificação dos titulares de DRs que instruíram o voto em cada sentido (aprovações, reprovações e abstenções).

Sendo o que nos cabia no momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,


Roberto Augusto Belchior da Silva
Diretor Jurídico