



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 07/16 – Processo CVM nº RJ/2014-10049

Objeto: Minuta de instrução que altera regras aplicáveis aos emissores estrangeiros e certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública nº 07/16, que recebeu comentários do público entre os dias 20 de outubro e 21 de novembro de 2016.

A audiência teve como objeto minuta de instrução (“Minuta”) propondo alterar as regras aplicáveis aos BDR e aos emissores estrangeiros em três aspectos principais: (i) inclusão dos BDR Patrocinados Nível I e Nível II no rol de valores mobiliários que podem ser objeto de uma oferta pública distribuída com esforços restritos; (ii) alteração do procedimento de dispensa da verificação de enquadramento na condição de emissor estrangeiro; e (iii) adição dos BDR no rol de ativos que podem compor a carteira dos clubes de investimento.

As manifestações na audiência pública recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores,¹ razão pela qual todos os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em conta na elaboração da proposta definitiva de instrução.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

Conteúdo do relatório

1. Participantes da audiência pública.....	3
2. Comentários à Minuta.....	3
2.1. Programas de BDR (Instrução CVM nº 332, de 2000).....	3

¹ Cf. http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0716.html.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.1.1.	Divulgação de informações pela instituição depositária emissora de BDR Nível I não patrocinado (art. 3º, § 3º)	3
2.1.2.	Requisitos para registro de BDR Nível III (art. 4º, parágrafo único)	5
2.1.3.	Procedimento para transferência de Programa de BDR (art. 5º, §§ 7º e 8º)	6
2.1.4.	Procedimento para registro de Programa de BDR (arts. 5º e 6º)	7
2.1.5.	Pedido de cancelamento de programa de BDR (art. 7º, § 1º)	9
2.1.6.	Direito de voto das ações que lastreiam o programa de BDR (art. 10)	10
2.2.	Oferta pública com esforços restritos (Instrução CVM nº 476, de 2009)	11
2.2.1.	Prazo de restrição para nova oferta com esforços restritos (art. 9º)	11
2.2.2.	Direito de preferência (art. 9º-A)	11
2.2.3.	Aplicação das normas de conduta da ICVM nº 400, de 2003 (art. 12 da ICVM nº 476, de 2009)	12
2.2.4.	Responsabilidade do intermediário pela verificação da condição de emissor estrangeiro (art. 11)	13
2.2.5.	Restrições à negociação nas ofertas públicas com esforços restritos (arts. 13, 14 e 15)	14
2.3.	Definição de emissor estrangeiro (Instrução CVM nº 480, de 2009)	15
2.3.1.	Procedimento de dispensa de enquadramento na condição de emissor estrangeiro (art. 1º, § 4º, do Anexo 32-I)	15
2.3.2.	Exigência de representante legal para BDR N1 (art. 3º, I, do Anexo 32-I)	15
2.4.	Outras alterações propostas nas Instruções CVM nº 332, de 2000, e nº 476, de 2009	16
3.	Proposta definitiva de instrução	16



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Associação Brasileira de Bancos Internacionais (“ABBI”); (ii) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“ANBIMA”); (iii) BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”); e (iv) Souza, Cescon, Barriou & Flesch Advogados (“Souza Cescon”).

2. Comentários à Minuta

2.1. Programas de BDR (Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000)

2.1.1. Divulgação de informações pela instituição depositária emissora de BDR Nível I não patrocinado (art. 3º, § 3º)

A ABBI propõe a inclusão de previsão expressa de que a divulgação de informações ao mercado, no âmbito de programa de BDR Nível I não patrocinado, pode ser realizada no idioma do país de origem – conforme critérios e conveniência da instituição depositária – a fim de esclarecer o entendimento de que não há obrigatoriedade, na regulamentação atual, de divulgação dessas informações em idioma específico ou de tradução para o português.

A sugestão foi acatada pela CVM como forma de dar mais clareza ao assunto e reconhecer uma prática regular já adotada pelo mercado. A norma atualmente não exige a divulgação de informações em português nos programas de BDR Nível I não patrocinado e a maioria dos programas deste tipo prevê a divulgação de informações no idioma divulgado pela companhia.

A alteração é formalizada pela inclusão do § 6º no art. 3º da Instrução CVM nº 332, de 2000, que esclarece que as informações requeridas no âmbito dos programas de BDR Nível I, não patrocinados e também patrocinados, podem ser divulgadas em português ou no idioma do país de origem.

A alteração leva em conta o fato de a aquisição de BDR Nível I estar restrita a investidores qualificados e empregados da empresa patrocinadora, que possuem um nível maior de sofisticação ou conhecimento diferenciado sobre a empresa patrocinadora.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A ANBIMA entende que a alteração do prazo para divulgação de informações proposta na Minuta representa um avanço em relação ao texto vigente, mas pode desencorajar a listagem de BDR não patrocinados.

Segundo a participante, o prazo poderia ser de difícil cumprimento em algumas situações excepcionais como, por exemplo, a listagem de BDR não patrocinados lastreados em ADR (nos quais poderia levar algum tempo para que as informações da companhia emissora fossem divulgadas no mercado estadunidense) ou de BDR lastreados em valores mobiliários de companhias localizadas em fuso horário muito distante do Brasil, como é o caso da Ásia.

Desse modo, a associação propõe que as informações sejam prestadas pela instituição depositária imediatamente após o fechamento do pregão do dia seguinte.

A ABBI faz a mesma sugestão em relação à alteração do prazo, ressaltando que o seu cumprimento poderia ser extremamente oneroso para as instituições depositárias em situações nas quais, por exemplo, as informações são divulgadas no país de origem após o fechamento do pregão no Brasil.

Conforme salientado no item anterior, o procedimento para divulgação dessas informações consiste, em regra, no simples repasse das informações, que podem inclusive ser prestadas no idioma do país de origem. Desse modo, não foi acolhido o argumento de que os depositários poderiam incorrer em custos extraordinários para cumprir o novo prazo estipulado, que inclusive foi estendido em comparação com o prazo atual.

Além disso, a sugestão apresentada permitiria a existência de assimetria informacional, já que os certificados de BDR poderiam ser negociados por todo um pregão sem que fossem divulgadas no Brasil informações relativas à companhia emissora veiculadas em outros mercados, o que não seria desejável do ponto de vista do regular funcionamento do mercado.

A prática demonstra que a maior parte das informações relativas a programas de BDR Nível I não patrocinado são divulgadas no mesmo dia – portanto, antes da abertura do pregão do dia seguinte –, de modo que as instituições depositárias já estariam aptas a cumprir o prazo estipulado na Minuta. Dessa forma, a sugestão não foi acatada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Por fim, considerou-se pertinente alterar o art. 3º, § 1º, I, “b”, que trata do regime informacional dos BDR Nível I patrocinados, para tornar claro que o prazo de divulgação até a abertura do pregão do dia seguinte também se aplica neste caso – tanto para as informações que a companhia emissora está obrigada a divulgar em seu país de origem, quanto para as mencionadas no §3º.

2.1.2. Requisitos para registro de BDR Nível III (art. 4º, parágrafo único)

A ABBI sugere que a obrigação de realização de oferta pública simultânea, no Brasil e no exterior, seja substituída pela exigência de que o valor mobiliário lastro do programa de BDR Nível III seja objeto de registro para negociação no exterior.

A associação argumenta que a redação atual exclui a possibilidade de negociação de BDR Nível III lastreados em valores mobiliários anteriormente distribuídos no exterior, além de operar de forma contrária à finalidade expressa no Edital de Audiência Pública nº 07/16 de aprimorar os instrumentos de acesso de emissores estrangeiros ao mercado de capitais brasileiro.

Primeiramente, vale ressaltar que o comando a que se faz referência não representa uma inovação em relação à regulamentação vigente, estando disposto no antigo art. 5º, IX. A Minuta propôs a transferência desse comando para o atual parágrafo único do art. 4º apenas para fins de melhor sistematização dos dispositivos da norma.

A exigência de oferta simultânea se dá no momento de registro do programa de BDR Nível III, não sendo aplicável nas ofertas posteriores dentro do mesmo programa, e tem o intuito de conferir uma maior proteção ao investidor desses certificados de depósito.

Nos termos da regulamentação atual, os BDR Nível III podem ser ofertados publicamente para investidores de varejo e devem estar, naturalmente, sujeitos a requisitos mais rígidos quando comparados aos demais programas de BDR.

O dispositivo em questão visa assegurar que a oferta inicial da empresa patrocinadora de BDR Nível III no Brasil possa ser objeto de duplo escrutínio, no Brasil e no exterior, por parte



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

dos reguladores e do próprio mercado, garantindo assim uma maior segurança para os investidores.

A solução proposta pela ABBI, de permitir a oferta de BDR Nível III sempre que o valor mobiliário lastro for objeto de registro para negociação no exterior, não alcança o mesmo objetivo e já se encontra presente na atual regulamentação: o art. 2º da Instrução CVM nº 332, de 2000, prevê que somente serão aceitos como lastro de BDR valores mobiliários admitidos à negociação e custodiados em países que possuam acordo de cooperação com a CVM.

Dessa forma, a sugestão não foi acatada.

2.1.3. Procedimento para transferência de Programa de BDR (art. 5º, §§ 7º e 8º)

A BM&FBovespa sugere que seja incluído, no dispositivo que regulamenta o registro de programa de BDR, procedimento por meio do qual uma instituição depositária possa solicitar a transferência de programas de BDR Não Patrocinado Nível I sob sua responsabilidade para outra instituição depositária, sem que isso implique a necessidade de cancelamento de todos os programas e a formulação de um novo pedido de registro perante a CVM.

Segundo a participante, tal procedimento seria de grande utilidade na hipótese de determinada instituição depositária optar por descontinuar sua atuação, sendo benéfica para os titulares dos respectivos BDR.

Nos termos sugeridos pela BM&FBovespa, a instituição depositária de programa de BDR poderia formular pedido de transferência de um ou mais programas de BDR sob sua responsabilidade, desde que os detentores de BDR fossem avisados com sessenta dias de antecedência (para que pudessem descontinuar seus investimentos, caso entendam conveniente) e que todas as características originais do programa de BDR fossem mantidas, à exceção da instituição custodiante.

A ABBI também solicita a inclusão na regulamentação de procedimentos para transferência de instituição depositária, sem especificar um tipo de programa de BDR, de modo a permitir a continuidade do serviço prestado nos casos em que uma instituição depositária não estiver mais apta ou interessada em prestá-lo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A sugestão foi considerada válida para todos os níveis de BDR. De fato, a transferência de programa de BDR para outra instituição depositária evita custos adicionais desnecessários para a abertura de novo programa e garante um melhor tratamento junto aos investidores, desde que eles sejam devidamente informados a respeito do procedimento que irá ocorrer.

Tal procedimento passa a ser disciplinado nos §§ 7º e 8º do art. 5º, em linha com a sugestão da BM&FBovespa. Desse modo, o pedido de transferência deve ser encaminhado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE e ser instruído com os documentos e informações descritas nos incisos I, II e V deste artigo – que deverão ser elaborados observando as obrigações impostas nos §§ 5º e 6º.

2.1.4. Procedimento para registro de Programa de BDR (arts. 5º e 6º)

A ANBIMA sugere alteração do inciso V do art. 5º (juntamente com alteração no art. 3º, § 1º, I, “b”) com a finalidade de explicitar que o termo de assunção de responsabilidade pela divulgação simultânea das informações prestadas pela empresa patrocinadora deve ser firmado pelo emissor estrangeiro e não pela instituição depositária.

A associação argumenta que, atualmente, no caso do BDR Nível I patrocinado, somente as empresas patrocinadoras teriam acesso ao sistema Empresas.NET – de modo que tal obrigação não seria passível de cumprimento pelas instituições depositárias nesse caso.

Os programas de BDR Nível I patrocinados não exigem o registro da companhia patrocinadora, razão pela qual a senha de acesso ao sistema Empresas.NET é detida pela instituição depositária do programa de BDR. Dessa forma, a sugestão não foi considerada válida.

De modo a deixar explícita esta obrigação por parte das instituições depositárias, a redação do art. 3º, § 1º, I, “b” foi alterada, para tornar mais claro o entendimento de que a divulgação de informações compete a estas no caso dos programas BDR Nível I patrocinados, assim como ocorre no caso dos BDR Nível I não patrocinados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O Souza Cescon sugere que o inciso VI do art. 5º seja aprimorado, de modo a esclarecer que o pedido de registro de programa de BDR Nível I deve ser instruído com as informações divulgadas pelo emissor dos valores mobiliários que lastreiam o BDR, no país de origem e em língua portuguesa, no período dos últimos doze meses.

A exigência de que trata o inciso VI do art. 5º não se refere a uma lista das informações que foram divulgadas pelo emissor de valores mobiliários em determinado período. Na verdade, tal dispositivo prevê que o pedido de registro de BDR Nível I seja instruído com a relação das informações que são divulgadas pela companhia emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito por força da regulação da sua jurisdição de origem.

Embora a sugestão não tenha sido acatada, a redação do dispositivo foi aprimorada para tornar mais claro seu objetivo.

O Souza Cescon sugere alterações de redação nos artigos 5º e 6º de modo a tornar claro que o pedido de registro de programa de BDR será deferido de forma simultânea pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, no tocante ao programa, e pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP, no tocante ao registro de emissor, nos casos de registro de programas de BDR Nível II e III.

A sugestão visa garantir a fluência dos prazos de análise simultâneos das duas superintendências. Para tanto, o escritório propõe a inclusão de parágrafo único prevendo que a SEP “*deverá analisar o pedido de registro do emissor estrangeiro, quando aplicável, de forma a permitir o deferimento conjunto do programa de BDR e do registro do emissor*”.

A alteração do art. 6º proposta na Minuta teve como finalidade justamente uniformizar os prazos de análise do registro de programa de BDR com os aplicados no pedido de registro de emissor de valores mobiliários, para possibilitar a análise simultânea desses pedidos pela SRE e pela SEP e facilitar a comunicação entre essas áreas técnicas. Dessa forma, não se entendeu necessário fazer a modificação sugerida.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.1.5. Pedido de cancelamento de programa de BDR (art. 7º, § 1º)

A ANBIMA sugere que seja excluída a previsão de aplicação, no cancelamento de programas de BDR, dos procedimentos de análise aplicáveis ao pedido de registro de ofertas públicas de distribuição. A entidade entende que somente os prazos da regulamentação específica – e não os procedimentos – deveriam ser aplicáveis no caso de cancelamento de BDR.

A sugestão da ANBIMA foi considerada válida e está refletida na versão final da norma.

Em relação aos documentos que instruem o pedido de cancelamento, a ABBI sugere que a expressão “demais documentos e informações que comprovem o atendimento a esses procedimentos”, contida no inciso II do art. 7º, seja substituída pela “declaração da instituição depositária atestando que adotará os procedimentos necessários ao cancelamento do programa e informará a CVM tão logo os BDR respectivos tenham sido integralmente cancelados”. A redação proposta na Minuta seria muito vaga e traria insegurança aos depositários ao não especificar os documentos necessários ao cancelamento do programa de BDR.

A nova redação dada o art. 7º – combinado com a alteração realizada no parágrafo único do art. 48 da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 – resulta numa mudança do procedimento vigente para cancelamento de programa BDR. Atualmente, os procedimentos para descontinuidade dos programas de BDR Nível II e Nível III (que envolvem emissores estrangeiros registrados) precisam ser aprovados previamente pela CVM.

O novo modelo pressupõe que os procedimentos para cancelamento de qualquer programa de BDR deverão estar previstos, de maneira detalhada, nos regulamentos emitidos pela entidade administradora de mercado organizado.

A entidade administradora de mercado deverá acompanhar o procedimento de descontinuidade do programa e – ao final do processo – encaminhará declaração à CVM de que a instituição depositária cumpriu os procedimentos por ela fixados. Assim, a sugestão da ABBI não se mostra compatível com esta nova sistemática.

Não obstante, considerando que a redação proposta para o inciso II do art. 7º poderia gerar insegurança quanto aos documentos requeridos para o cancelamento, optou-se pela



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

substituição deste dispositivo pela previsão, em novo § 2º, de que a SRE poderá solicitar documentos e informações adicionais que entenda necessários para a análise do pedido de cancelamento do programa de BDR.

Por fim, a CVM entendeu conveniente instituir um prazo para entrada em vigor do art. 5º da Minuta, que altera o parágrafo único do art. 48 da Instrução CVM nº 480, de 2009, que passará a vigorar a partir de 1º de janeiro de 2018.

A postergação da entrada em vigor tem por finalidade conferir tempo hábil para que a entidade administradora de mercado venha realizar as adaptações necessárias em seus regulamentos em relação aos procedimentos para descontinuidade de todos os programas de BDR. Desse modo, o cancelamento dos programas de BDR Nível II e III ainda deverá seguir o modelo de consulta prévia à CVM durante o ano de 2017.

2.1.6. Direito de voto das ações que lastreiam o programa de BDR (art. 10)

A ANBIMA sugere alteração do art. 10 da Minuta para deixar claro que, independente de previsão contratual, a instituição depositária deve exercer o direito de voto sempre de acordo com a instrução dada pelos próprios titulares de BDR, nunca de forma discricionária. Nesse sentido, caberia à instituição depositária, nos casos em que eventualmente o voto do titular do BDR for contrário aos contratos do programa, se abster de votar e não decidir discricionariamente qual seria o melhor interesse dos titulares de BDR.

A ABBI também argumenta quanto à impossibilidade de voto nos casos onde os detentores de BDR estejam impedidos de instruir o voto e alega que o art. 10 poderia dar a entender que quando os contratos impedem a instrução do voto pelos titulares de BDR, a instituição depositária estaria obrigada a votar. A associação sugere que o texto contemple a obrigação do exercício do voto somente nas hipóteses em que haja disposição contratual estabelecendo tal obrigação.

A redação dada ao art. 10 segue o padrão adotado pela CVM na regulamentação dos programas de **depository receipts** de companhias brasileiras para negociação no exterior, que foram amplamente discutidos com o mercado no processo de Audiência Pública SDM nº



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

11/2014, e que resultou na edição da Instrução CVM nº 559, de 27 de março de 2015.

A redação proposta não obriga as instituições depositárias de programas de BDR a votarem em nome dos detentores destes certificados nos casos em que os instrumentos relativos ao programa impeçam a instrução do voto pelos detentores dos certificados.

Ela apenas prevê que, nessa hipótese, se o voto for exercido pela instituição depositária, isso deverá ser feito de acordo com o melhor interesse dos titulares de BDR. Havendo orientação expressa do detentor do BDR, a depositária deverá votar exatamente nos termos da orientação fornecida. Dessa forma, as sugestões não foram acatadas.

2.2. Oferta pública com esforços restritos (Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009)

2.2.1. Prazo de restrição para nova oferta com esforços restritos (art. 9º)

O Souza Cescon propõe a inclusão de exceção à regra do art. 9º que dispõe que o ofertante não poderá realizar outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários, do mesmo emissor, dentro do prazo de quatro meses contados da data de encerramento da oferta. O escritório argumenta que tal restrição não seria aplicável aos BDR Nível I não patrocinados, já que tal restrição seria destinada às empresas patrocinadoras de programas de BDR.

A Minuta apresentada na Audiência Pública nº 07/16 propõe que somente os BDR patrocinados sejam objeto de oferta pública com esforços restritos, não abrangendo os casos de BDR Nível I não patrocinados, cuja negociação deve se dar de forma privada e nos termos da regulamentação prevista na Instrução CVM nº 332, de 2000. Assim, a alteração proposta não foi acatada.

2.2.2. Direito de preferência (art. 9º-A)

O Souza Cescon propõe a inclusão de novo parágrafo no art. 9º-A da Instrução CVM nº 476, de 2009, que trata da exclusão do direito de preferência nas ofertas públicas com esforços restritos de ações e valores mobiliários assemelhados. O escritório entende que tal dispositivo não



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

seria aplicável no caso dos programas de BDR, que tratam de valores mobiliários emitidos no exterior.

O **caput** do referido art. 9º-A não se aplica ao BDR, tendo em vista a ausência de menção expressa a esses certificados de depósito. Além disso, não haveria razão para excetuar a aplicação desse dispositivo ao BDR, dado que ele faz referência à exclusão do direito de preferência na forma prevista no art. 172, inciso I, da Lei nº 6.404, de 1976, que não é aplicável aos emissores estrangeiros. Dessa forma, a alteração sugerida não foi aceita.

2.2.3. Aplicação das normas de conduta da ICVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (art. 12 da ICVM nº 476, de 2009)

O Souza Cescon propõe que seja incluída exceção ao art. 12 da Instrução CVM nº 476, de 2009, que estabelece que se aplica às ofertas com esforços restritos as normas de conduta previstas no art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003. Dentre tais normas de conduta do intermediário, está a restrição à negociação de valores mobiliários do mesmo emissor.

O escritório entende que, tendo em vista que o emissor dos certificados de BDR é a instituição depositária, a submissão ao art. 48 no caso dos BDR não seria condizente com os institutos que buscam ser protegidos pela restrição à negociação no âmbito de uma oferta pública.

A sugestão não foi considerada válida, pois excluir a aplicação do art. 12 da Instrução CVM nº 476, de 2009, implicaria excluir nas ofertas de BDR regras que objetivam garantir uma correta formação de preços na oferta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.2.4. Responsabilidade do intermediário pela verificação da condição de emissor estrangeiro (art. 11)

A ANBIMA entende que a atribuição de competência ao intermediário líder da oferta para verificação da condição do emissor estrangeiro – nos termos do art. 11, X, da Minuta – seria desnecessária tendo em vista que tal preocupação já está coberta pelo disposto do art. 11, I, que determina a obrigação do intermediário líder de tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência. A associação propõe a exclusão do referido inciso X.

A ABBI entende que a verificação da condição de emissor estrangeiro pela instituição intermediária iria onerar excessivamente a operação, tendo em vista esta ficaria incumbida de analisar grande volume de informações e contratar assessores estrangeiros para atestar a quantidade e o valor dos ativos existentes. Tal obrigação também seria incompatível com as demais atribuídas aos intermediários.

Desse modo, a associação propõe a supressão do referido dispositivo ou, de maneira alternativa, vincular o cumprimento de tal obrigação ao encaminhamento de declaração, por parte da empresa patrocinadora, atestando o enquadramento na condição de emissor estrangeiro ou comprovando o atendimento às hipóteses de dispensa de enquadramento conforme regulamentação específica.

As sugestões não foram acatadas.

Os benefícios advindos da possibilidade de distribuição de BDR por meio de oferta pública com esforços restritos devem ter como contrapartida a adoção de determinadas cautelas, tendo em vista que se trata de uma oferta dispensada de registro na CVM.

Assim, considerando que a verificação de enquadramento do emissor estrangeiro é feita pela CVM no caso de ofertas registradas, entende-se que, no caso das ofertas com esforços restritos, tal verificação deve ser feita pelo intermediário líder, em vista da ausência de participação do regulador no processo.

Desse modo, o intermediário líder deverá adotar as diligências que entender necessárias e suficientes para verificar que as informações prestadas na memória de cálculo e na declaração



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

do emissor estrangeiro – na forma do art. 4º-B da Instrução CVM 476, de 2009 – são consistentes. O inciso X do art. 11 foi ajustado para cristalizar este entendimento.

2.2.5. Restrições à negociação nas ofertas públicas com esforços restritos (arts. 13, 14 e 15)

BM&FBovespa, Souza Cescon e ANBIMA propõe que a exceção ao período de **lock-up** estabelecida no parágrafo único do art. 13 para as ações, bônus de subscrição e certificados de depósito de ações seja estendida para os BDR, sendo que no caso da ANBIMA somente foi feita menção expressa aos BDR Patrocinados Nível I.

A sugestão foi considerada válida e a CVM estendeu a todos os BDR a exceção ao período de **lock-up** do parágrafo único do art. 13 por entender que esses valores mobiliários guardam semelhança com as ações e demais valores mobiliários de renda variável incluídos nas ofertas públicas com esforços restritos por meio da Instrução CVM nº 551, de 25 de setembro de 2014.

Em complemento à alteração realizada, entendeu-se que tal equiparação também deveria ser refletida no art. 15 da Instrução CVM nº 476, de 2009, que estabelece condições para que ações e valores mobiliários assemelhados distribuídos no âmbito das ofertas com esforços restritos sejam adquiridos por investidores de varejo.

Considerando que a negociação de BDR Nível I é restrita a investidores qualificados e empregados, somente os BDR Nível II e Nível III foram incluídos no regime do art. 15, por meio da inclusão desses certificados de depósito no § 6º deste dispositivo.

O Souza Cescon propõe que seja incluída exceção expressa no art. 15 prevendo que a negociação de BDR obedecerá ao disposto em regulamentação específica.

Conforme explicitado no comentário anterior, ao excetuar o BDR da regra de **lock-up**, entendeu-se que esses valores mobiliários deveriam também ser submetidos às regras do art. 15, tal como no caso das ações e valores mobiliários assemelhados, de modo a evitar que estes sejam ofertados ao varejo sem as devidas proteções. Assim, a sugestão não foi acatada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.3. Definição de emissor estrangeiro (Instrução CVM nº 480, de 2009)

2.3.1. Procedimento de dispensa de enquadramento na condição de emissor estrangeiro (art. 1º, § 4º, do Anexo 32-I)

A ANBIMA considera que a redação do § 4º do art. 1º deveria ser aprimorada, de modo a deixar claro que o procedimento de dispensa do enquadramento no critério de ativos somente é aplicável aos emissores que realizem uma oferta em um momento posterior ao registro do programa de BDR.

A sugestão da ANBIMA foi parcialmente acatada e o referido dispositivo foi alterado, com a finalidade de deixar claro que o procedimento de dispensa do enquadramento no critério de ativos somente é admitido quando da realização de oferta pública subsequente de distribuição de BDR (**follow on**). A utilização de tal dispensa não é admitida durante o registro do programa de BDR, nem na realização da primeira oferta pública de distribuição.

2.3.2. Exigência de representante legal para BDR N1 (art. 3º, I, do Anexo 32-I)

O Souza Cescon sugeriu que a exigência de constituição de representante legal para a empresa patrocinadora de BDR Nível I somente seja aplicável nos casos em que esta realize oferta pública com esforços restritos, de modo a evitar um aumento de custos para empresas patrocinadoras que desejem continuar ofertando produtos privadamente.

O Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2016 propôs a alteração do § 3º do art. 1º do Anexo 32-I (juntamente com o art. 5º, VIII, da Instrução CVM nº 332, de 2000), de modo que o pedido de registro do programa de BDR Nível I fosse instruído com declaração do representante legal de que a empresa patrocinadora se enquadra na condição de emissor estrangeiro, juntamente com a memória de cálculo para comprovar tal condição.

Assim, a sugestão não foi considerada válida e as empresas patrocinadoras de programas de BDR Nível I deverão constituir representante legal no país, a fim de que estes atestem sua condição de emissor estrangeiro.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.4. Outras alterações propostas nas Instruções CVM nº 332, de 2000, e nº 476, de 2009

O Souza Cescon sugeriu alteração de redação nos seguintes dispositivos da Instrução CVM nº 332, de 2000: (a) art. 1º, IV (para clarificar que a definição de empresa patrocinadora não trata de todas as companhias abertas estrangeiras, mas apenas aquelas que contratam instituição depositária); (b) art. 3º, I, “d” (para clarificar que a limitação a investidores qualificados e empregados da empresa patrocinadora diz respeito não só à aquisição, mas também à negociação dos programas de BDR Nível I); (c) art. 3º, § 6º (para restar claro que a obtenção de registro pela empresa patrocinadora junto à CVM não autoriza a negociação de BDR Nível I por investidores não qualificados); (d) art. 5º, VIII (para eliminar a referência à Instrução CVM nº 331, de 4 de abril de 2000, já revogada pela CVM); (e) art. 5º, IX (para eliminar a exigência de oferta pública simultânea do rol de documentos que devem instruir o pedido de BDR).

As sugestões não foram acatadas, pois a CVM considera que elas tratam de dispositivos consolidados na regulamentação de BDR, cuja interpretação não é objeto de questionamento pelo mercado – como é o caso, por exemplo, da definição de empresa patrocinadora ou da restrição à negociação de BDR Nível I. Ademais, alguns aprimoramentos sugeridos já foram endereçados na Minuta da Audiência Pública nº 07/16, de modo que as sugestões não se mostram aplicáveis.

O Souza Cescon sugeriu alteração de redação do art. 14, § 3º, da Instrução CVM nº 476, de 2009, com a finalidade de evitar a menção expressa sobre os mercados de valores mobiliários nos quais os BDR podem ser negociados na norma de ofertas com esforços restritos, evitando que regras semelhantes estejam duplicadas em normas distintas.

A sugestão foi considerada válida e está refletida na redação final da norma.

3. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, incorporando as sugestões acatadas, segue em anexo ao presente relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Rio de Janeiro, 05 de abril de 2017.

(Original assinado por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado