

São Paulo, 28 de fevereiro de 2020

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger

E-mail: audpublicaSDM0819@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM Nº 08/2019

Prezado Senhor,

A **B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão** (“B3”) e o **Banco B3 S.A.** (“Banco B3”), em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 08/2019, de 11 de dezembro de 2019 (“Edital”) submete, a esta Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), seus comentários à minuta de instrução (“Minuta”) contendo alterações normativas relacionadas à emissão de certificados de depósito de valores mobiliários – *Brazilian Depositary Receipts* (“BDR”).

A fim de facilitar a visualização, todas as sugestões de inclusões feitas no texto da Minuta estão sublinhadas e destacadas em azul, enquanto as sugestões de exclusões foram identificadas por um tachado simples e destacadas em vermelho.

I. Introdução

1. Inicialmente, gostaríamos de parabenizar essa Autarquia pela iniciativa de modernizar as suas regras sobre negociação de valores mobiliários lastreados em ativos emitidos no exterior, bem como sobre a definição de emissor estrangeiro. A B3 acredita que esse é um importante avanço regulatório, que fomentará o mercado nacional, aumentará a diversidade de produtos disponíveis ao investidor local, incluindo o varejo, que tem demandado cada vez mais diversificação de portfólio e exposição a ativos estrangeiros, e incrementará as oportunidades de captação de recursos pelos emissores.

2. Conforme consta do Edital, os principais tópicos da reforma ora proposta são: **(i)** alteração dos requisitos necessários para caracterização de emissores

como estrangeiros; **(ii)** previsão de hipóteses em que investidores não qualificados poderão adquirir BDR Nível I; **(iii)** criação de regime para viabilizar o BDR com lastro em cotas de fundos de índice negociadas no exterior; e **(iv)** a modificação de dispositivos para possibilitar a emissão de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida.

3. A esse respeito, nossa manifestação contém comentários referentes ao conceito de emissor estrangeiro conforme disposto no Anexo A da Minuta, bem como sugestões de aprimoramentos de redação ou pedidos de esclarecimento com vistas a deixar alguns dispositivos mais claros relativamente à negociação por investidores não qualificados e ao BDR lastreado em cotas de fundos de índice estrangeiro e em instrumentos de dívida.

II. Conceito de Emissor Estrangeiro

(a) Localização dos ativos e receitas do emissor estrangeiro – Artigo 1º, inciso I, do Anexo A à Minuta

4. A norma proposta traz, nos incisos I e II do seu artigo 1º, dois critérios alternativos que devem ser cumpridos pelo emissor estrangeiro (definido como aquele que possui sede em outra jurisdição) para que os valores mobiliários de sua emissão possam servir de lastro aos BDRs.

5. Em particular, o inciso I traz a necessidade de que o emissor estrangeiro possua ambos *“ativos e receitas no Brasil que correspondam a menos de 50% (cinquenta por cento) daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação”*.

6. Nesse sentido, entendemos conveniente que tais critérios sejam alternativas regulamentares, nos seguintes termos:

Art. 1º Os certificados de depósito de valores mobiliários – BDR podem ter como lastro ações ou valores mobiliários representativos de dívida emitidos por emissores estrangeiros que sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação e:

I – tenham ativos e [ou](#) receitas no Brasil que correspondam a menos de 50% (cinquenta por cento) daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação; ou (...).

7. Acreditamos que, ao fixar o requisito de *receitas* como uma alternativa ao requisito de *ativos*, a regra estaria alinhada com a preocupação manifestada pela Autarquia no Edital no sentido de que “*a localização dos ativos vem se tornando uma métrica menos apurada para a delimitação geográfica das atividades dos emissores em um contexto em que a prestação de serviços tem crescentemente mostrado maior relevância econômica*”.

(b) Principal mercado de negociação e mercado reconhecido – Artigo 1º, inciso II e §§ 1º, 6º e 7º, do Anexo A à Minuta

8. Inicialmente, sobre principal mercado de negociação, o Edital esclarece o seguinte (com grifo):

“Ainda sobre tal preocupação com investidores locais, um cenário que merece especial atenção é aquele em que o emissor que já possui atividade econômica preponderante no Brasil passa a também ter no mercado de valores mobiliários nacional seu principal mercado de negociação.

Pela redação ora proposta, este emissor deixa de se qualificar para novas emissões e programas de BDR, porém não se sujeita a nenhuma obrigação adicional que busque conferir aos titulares dos BDR já em circulação qualquer direito previsto na legislação nacional. A CVM gostaria de receber contribuições sobre a necessidade de regras voltadas à tutela dos interesses desses investidores caso essa circunstância se materialize e, se for o caso, sobre o conteúdo de tais regras”.

9. A partir da leitura desses trechos em conjunto com a redação proposta para o artigo 1º, §1º, inciso II, é possível extrair duas conclusões distintas a respeito do escopo de aplicação da norma.

10. Em uma primeira leitura, é possível interpretar que o emissor estrangeiro poderia sim fazer novas captações no país por meio de uma oferta subsequente ainda que o mercado de maior volume de negociação seja o brasileiro, pois bastaria que ele observasse os itens 1 e 2 da alínea “b”. Isso porque as circunstâncias previstas no inciso II do §1º do artigo 1º são colocadas como

alternativas e a alínea “b” não faz distinção entre oferta pública de distribuição de valores mobiliários inicial ou subsequente.

11. A segunda conclusão seria a de que a **(i)** alínea “a” se aplica, inclusive, aos casos de ofertas subsequentes, apesar de o dispositivo não mencionar ofertas em sua redação; e **(ii)** alínea “b” se aplica apenas a IPOs, apesar de não haver restrição no texto. Ou seja, em se tratando de um emissor com ativos negociados no Brasil e em outra jurisdição, se o mercado brasileiro passar a ser o mercado de maior volume, o emissor estaria, de fato, impedido de realizar novas captações no País.

12. De qualquer modo, na visão da B3, a restrição para a realização de novas emissões (quando o mercado de maior negociação fosse o brasileiro) não estaria em sintonia com o caráter inovador, de flexibilização e incremento das possibilidades de investimento para os investidores brasileiros e do desenvolvimento do espaço de captação por esses emissores estrangeiros, além de penalizar o mercado local por ter sido bem-sucedido em atrair mais volume de negociação.

13. Vale lembrar o caso concreto da Azul Linhas Aéreas Brasileiras S.A. que, quando do IPO realizado concomitantemente nos mercados brasileiro e norte-americano, teve a maior parte dos recursos captados nos Estados Unidos, mas que, em diversos momentos nos anos seguintes, apresentou maior volume de negociação de suas ações no Brasil.

14. Para ilustrar, no período de fevereiro de 2019 a janeiro de 2020, o volume de negociação das ações na B3 representou em média 65% do volume total nos mercados em que a companhia negocia¹. Apesar de se tratar de uma companhia brasileira que emitiu ações no Brasil e ADRs no exterior, este exemplo é relevante, pois evidencia uma situação possível e natural, que é a alteração do padrão de negociação entre ambos os mercados.

¹ Fonte: Bloomberg, acessado em fevereiro de 2020. Comparação diária com o mercado brasileiro realizada com a conversão para Real dos volumes negociados no mercado norte-americano pela taxa de câmbio de fechamento do dia.

15. Portanto, é legítimo que novas emissões possam ser viabilizadas a essas companhias no Brasil, que poderão aproveitar o melhor momento de mercado e terão mais uma opção disponível para captação de recursos.

16. Ainda sobre a alínea “a”, vale destacar que, dependendo do grau de fragmentação do mercado estrangeiro, pode acontecer de o maior volume de negociação ser, com frequência, o brasileiro. Por exemplo, nos Estados Unidos, apenas 14% do volume diário de ações é negociado na NYSE e NASDAQ², sendo que o restante se concentra em outros ambientes, como mercado de balcão, *dark pools* ou são internalizados pelas corretoras.

17. Trazemos abaixo dados estatísticos sobre a distribuição do volume de negociação de algumas companhias com a maioria de ativos no Brasil listadas na NYSE e NASDAQ:

Companhia	PagSeguro Digital Ltd.	StoneCo Ltd.	XP Inc.	Arco Platform Ltd.	Afya Ltd.
Volume total negociado (USD Bilhões)³	18,6	20,3	3,6	1,0	1,1
Volume negociado na NASDAQ	12%	23%	30%	23%	27%
Volume negociado na NYSE	18%	7%	7%	7%	7%
Volume em outras plataformas	70%	70%	63%	70%	66%

18. Assim, a avaliação de mercado de maior volume diante de um cenário de liquidez distribuída em ambientes de negociação diversos poderia levar à falsa conclusão de que o maior volume de negociação ocorre em bolsa no Brasil, quando, na verdade, o mercado americano é que seria o mais negociado (e não

² Fonte: Bloomberg, acessado em fevereiro de 2020. Informação referente a um ADTV de 180 dias.

³ Análise compreendeu o período de fevereiro/2019 a fevereiro/2020, com exceção da Afya Ltd. (julho/2019 a fevereiro/2020) e XP Inc. (dezembro/2019 a fevereiro/2020).

uma bolsa americana em especial), causando distorções na classificação sobre principal mercado de negociação.

19. Já para os casos em que o emissor esteja em processo de realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a alínea “b” do inciso II estabelece que o ambiente de negociação deverá estar “sediado no país em que o emissor *obtenha a maior parte dos recursos da oferta pública de distribuição de valores mobiliários*”.

20. No entendimento da B3, tal proposta tem o potencial de gerar incerteza, pois, ainda que haja alguma perspectiva inicial, não é possível prever o volume financeiro que será captado em cada jurisdição. Além disso, por mais que o ofertante estabeleça um limite de captação por mercado, isso poderia ser prejudicial à oferta em um cenário de baixa demanda pelo valor mobiliário do exterior, pois daria pouca flexibilidade ao emissor para reorganizar a alocação.

21. Assim, dependendo do resultado do *roadshow* da oferta, pode ocorrer de o “principal mercado de negociação” ser o mercado brasileiro, de modo que o emissor estrangeiro estaria diante de uma situação paradoxal, pois, se a maioria dos recursos captados se der no Brasil e não na jurisdição estrangeira, o emissor estaria descumprindo um dos requisitos que o autoriza a patrocinar BDRs no país.

22. Não obstante, é pertinente a preocupação dessa Autarquia com a prévia exposição de valores mobiliários do emissor estrangeiro a mercados considerados maduros e desenvolvidos, bem como com a segurança dos investidores brasileiros vis-à-vis eventual regime societário mais flexível adotado na jurisdição de incorporação do emissor.

23. Assim, a nosso ver, o regime regulatório ideal seria aquele que, ao mesmo tempo, endereçasse a preocupação exposta pela CVM no Edital e viabilizasse operações legítimas de emissores estrangeiros que passassem a ter, no mercado local, o maior volume de negociação de seus valores mobiliários ou que viessem a captar a maior parte de recursos no Brasil.

24. Nesse sentido, propomos a racionalização da redação da Minuta de modo que o conceito de mercado reconhecido leve em consideração dois requisitos

adicionais: **(i)** o inciso I do §6º do artigo 1º (alocado, pela proposta, à definição de principal mercado de negociação); e **(ii)** a existência de regras de dispersão mínima para fins de listagem na bolsa estrangeira.

25. O objetivo de agregar, ao conceito de mercado reconhecido, a existência de regras de dispersão, é asseverar que, independentemente de o maior volume de negociação ser ou não o brasileiro, o emissor estrangeiro deverá ter um volume considerável de ativos negociados no mercado internacional, evitando, assim, cenários artificiais de listagem do emissor e admissão à negociação de seus valores mobiliários.

26. Nesse sentido, considerando, exemplificativamente, outras jurisdições, regra geral, os requisitos para um IPO na **(i)** NYSE precisa contar com, no mínimo, 400 acionistas e 1.100.000 ações em circulação; **(ii)** LSE, nos segmentos *Premium* e *Standard Listing*, devem ser observados como critérios: *(a)* mínimo *free float* de 25%; e *(b)* mínimo de £ 700 mil para o valor de mercado do total das ações listadas; **(iii)** TSX varia de acordo com o segmento de atuação de cada companhia, porém, habitualmente, estabelece-se 20% de *free float*, conjugado com um número fixo de ações, flutuando entre 500 mil e 1 milhão, ou valor fixo de capitalização de mercado, entre C\$ 4 milhões e C\$ 10 milhões; **(iv)** Euronext prevê 25% de *free float*, podendo aprovar, em caráter excepcional, percentual menor, não inferior a 5% (cujo valor mínimo deverá corresponder a € 5 milhões), em casos de significativa quantidade de valores emitidos e a extensão da sua oferta ao público; e **(v)** LuxSE precisa contar com, no mínimo, 25% de *free float* e capital mínimo, apurado nas demonstrações financeiras do último exercício social, correspondente a € 1 milhão.

27. A NASDAQ, por sua vez, prevê os seguintes requisitos iniciais e contínuos:

	Requisitos iniciais	Requisitos contínuos
NASDAQ Global Select Market	<i>(a)</i> preço mínimo de US\$ 4 por ação; <i>(b)</i> 1.250.000 ações em circulação com valor de mercado de US\$ 45 milhões; e <i>(c)</i> mínimo entre 450 e 1,1 milhão de acionistas, a depender do tipo de emissor.	<i>(a)</i> preço mínimo de US\$ 1 por ação; <i>(ii)</i> 400 acionistas; e <i>(iii)</i> 750.000 milhões de ações em circulação com valor mínimo de mercado de US\$ 5 milhões.

NASDAQ Global Market	(a) preço mínimo de US\$ 4 por ação; (b) 1.100.000 ações em circulação com valor de mercado entre US\$ 8 milhões e US\$ 20 milhões, a depender do PL, dos ativos e do valor de mercado da companhia; e (c) mínimo de 400 acionistas.	(a) preço mínimo de US\$ 1 por ação; (ii) 400 acionistas; e (iii) 750.000 milhões de ações em circulação com valor mínimo de mercado de US\$ 5 milhões.
NASDAQ Capital Market	(a) preço mínimo entre US\$ 2 e US\$ 4 por ação; (b) 1.100.000 ações em circulação; e (c) mínimo de 300 acionistas.	(a) 300 acionistas; e (ii) 500.000 milhões de ações em circulação com valor mínimo de mercado de US\$ 1 milhão.

28. Já sobre a classificação de “mercado reconhecido”, sugerimos uma breve inversão de redação no inciso I do §7º, prevendo que a entidade administradora de mercado deva considerar a *existência* de mecanismos de proteção a investidores no mercado estrangeiro, em vez de considerar os mecanismos *existentes*.

29. Esse ajuste é relevante, pois traduz com maior precisão a análise que deverá ser feita para fins de classificação dos mercados reconhecidos. Ou seja, a administradora de mercado avaliará quais ferramentas estão à disposição dos investidores na jurisdição estrangeira, inclusive comparativamente àquelas existentes no Brasil. Porém, não é possível assegurar, de antemão, a eficácia desses mecanismos protetivos, tendo em vista que as diferentes jurisdições possuem regras diversas e cada uma dessas regras, por sua vez, uma dimensão prática específica.

30. Portanto, o julgamento sobre a efetividade de tais mecanismos apresenta desafios jurídicos e regulatórios que, a nosso ver, prejudicam qualquer análise subjetiva sobre o assunto.

31. Diante do exposto, a redação endereçando as alternativas sugeridas acima seria a seguinte:

Art. 1º Os certificados de depósito de valores mobiliários – BDR podem ter como lastro ações ou valores mobiliários representativos de dívida emitidos por emissores estrangeiros que sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu ~~principal~~ mercado de negociação e:

I – (...); ou

II – cujo ~~principal~~ mercado de negociação seja um mercado reconhecido ~~atenda aos requisitos previstos no~~ nos termos do § 6º deste artigo.

§ 1º Considera-se: estrangeiro o emissor que tenha sede fora do Brasil.

~~I – estrangeiro: o emissor que tenha sede fora do Brasil;~~

~~II – principal mercado de negociação:~~

~~a) caso o emissor já tenha valores mobiliários admitidos à negociação, o ambiente de mercado em que, nos 12 (doze) meses anteriores, os valores mobiliários apresentaram maior volume de negociação; ou~~

~~b) caso o emissor esteja em processo de realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o ambiente de mercado que, cumulativamente:~~

~~1. tenha recebido o pleito de listagem dos valores mobiliários do emissor; e~~

~~2. esteja sediado no país em que o emissor obtenha a maior parte dos recursos da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.~~

(...)

§ 6º Nos casos previstos no inciso II do caput, o ~~principal mercado de negociação do emissor~~ mercado reconhecido deve ser uma bolsa de valores: com sede fora do Brasil e em país cujo órgão regulador tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.

~~I – com sede fora do Brasil e em país cujo órgão regulador tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV; e~~

~~II – classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado de valores mobiliários aprovado pela CVM.~~

§ 7º A classificação de bolsa de valores como “mercado reconhecido” deve ser feita pela entidade administradora de mercado de valores mobiliários, em regulamento próprio, aprovado pela CVM, e deve considerar, dentre outros fatores:

I – a transparência, a adequada prestação de informações, a liquidez, o histórico e a existência de ~~es~~ mecanismos de proteção a investidores ~~existentes~~ no mercado estrangeiro;

II – a existência de regras de dispersão mínima para fins de admissão à negociação do valor mobiliário que sirva de lastro para o BDR; e

III – os riscos à preservação da integridade e higidez do mercado que administra e da sua imagem e reputação, enquanto entidade administradora de mercado de valores mobiliários.

32. A nosso ver, tal proposta simplifica a estratégia regulatória dessa Autarquia para tratamento de emissores estrangeiros, concentrando as verificações de requisitos na figura do “mercado reconhecido”, ao mesmo tempo em que preserva a preocupação da CVM com o investidor brasileiro, que terá a garantia de que o emissor está sujeito a regras compatíveis com aquelas locais, nos termos do §7º.

33. Isso porque, em qualquer cenário, independentemente de a captação subsequente ter ou não ocorrido no mercado de maior volume ou de a maior parte dos recursos ter sido ou não captada na jurisdição local, o emissor estrangeiro estaria *sempre* sujeito ao poder de polícia da autoridade regulatória pertinente da localização que tenha passado pelo rígido crivo da B3 e CVM.

34. Além disso, evitaríamos operações ilegítimas de companhias com a maioria de ativos no Brasil que, para acessar o mercado de capitais brasileiro, admitissem à negociação em bolsa estrangeira parcela ínfima de seu capital.

35. Não se pode afastar, no entanto, a preocupação legítima da CVM quanto ao *enforcement* efetivo do mercado reconhecido frente às empresas que tenham grande parte da sua atividade no mercado brasileiro, apesar de terem constituído sede fora do Brasil, logo não se submetendo às regras da legislação societária local. Nesse ponto, importante garantir que haja efetivamente oferta no mercado reconhecido que adote regras de dispersão mínima e não apenas oferta de títulos no Brasil, como aconteceu nos casos descritos no Edital, que geraram a regra mais restritiva de 2009.

36. De todo modo, caso essa Autarquia opte por manter a previsão de principal mercado de negociação, entendemos necessário o esclarecimento de que a alínea “b” trata apenas de casos de IPO. Ademais, para que a norma não exclua operações legítimas de ofertas subsequentes quando o emissor estrangeiro apresentasse maior volume de negociação no Brasil, sugerimos o estabelecimento de patamar mínimo de dispersão no mercado internacional.

37. Sendo assim, a proposta alternativa para a definição de principal mercado de negociação seria a seguinte:

Art. 1º Os certificados de depósito de valores mobiliários – BDR podem ter como lastro ações ou valores mobiliários representativos de dívida emitidos por emissores estrangeiros que sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação e:

I – (...); ou

II – cujo principal mercado de negociação atenda aos requisitos previstos no § 6º deste artigo.

§ 1º Considera-se:

I – estrangeiro: o emissor que tenha sede fora do Brasil;

II – principal mercado de negociação:

a) caso o emissor já tenha valores mobiliários admitidos à negociação, o ambiente de mercado ~~em~~ que, nos 12 (doze) meses anteriores, tenha negociado ao menos 25% do volume total de negociação dos valores mobiliários ~~apresentaram maior volume de negociação~~; ou

b) caso o emissor esteja em processo de realização de oferta pública inicial de distribuição de valores mobiliários, o ambiente de mercado que, cumulativamente:

1. tenha recebido o pleito de listagem dos valores mobiliários do emissor; e

2. esteja sediado no país em que o emissor obtenha a maior parte dos recursos da oferta pública de distribuição de valores mobiliários”.

38. Não obstante essa segunda opção, frisamos que, a nosso ver, a primeira proposta endereça de maneira mais apropriada os interesses e preocupações envolvidos na discussão.

III. Aquisição de BDR Nível I por investidores não qualificados

(a) “Mercado de maior volume” – Artigo 3º, §1º, inciso I, alínea “d”, da Instrução CVM nº 332/00 (artigo 1º da Minuta)

39. O item 2.2. do Edital estabelece critérios para que os BDRs Nível I sejam adquiridos por quaisquer investidores, caso os ativos que lhes sirvam de lastro tenham como mercado de maior volume de negociação uma bolsa de valores estrangeira classificada como “mercado reconhecido”.

40. No entanto, é possível que o mercado de maior volume deixe de ser o mercado estrangeiro reconhecido e passe a ser o Brasil, conforme comentário feito acima.

41. Nessa situação, entendemos que o BDR deveria continuar sendo negociado pelo varejo brasileiro, pois, caso contrário, a CVM poderia estar desincentivando o aumento de volume local das transações e penalizando o investidor que contribuiu para o sucesso daquele mercado, retirando a liquidez do seu investimento.

42. Assim, em linha com a ponderação feita no item II (b) supra, entendemos que a referência a “mercado de negociação de maior volume” seja substituída pelo “mercado reconhecido”, nos seguintes termos:

“Art. 3º (...)

§ 1º (...)

I – BDR Patrocinado Nível I - caracteriza-se por: (...)

d) aquisição permitida a: (...)

3. quaisquer investidores, caso:

3.1. os valores mobiliários objeto dos certificados de depósito tenham como mercado de negociação ~~de maior volume uma das~~ bolsas de valores estrangeiras classificadas como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado de valores mobiliários aprovado pela CVM; e

3.2. o emissor dos valores mobiliários que servem de lastro aos BDR esteja sujeito à supervisão por parte da entidade reguladora do mercado de capitais do mercado reconhecido ~~de maior volume de negociação~~.

43. Ademais, vale destacar que o fato de o mercado de maior liquidez passar a ser o brasileiro não faz com que a bolsa de valores estrangeira classificada como “mercado reconhecido” deixe de ser assim considerada. Ou seja, o emissor do valor mobiliário que sirva como lastro continuará sujeito à supervisão por parte da entidade reguladora daquele mercado de capitais, como já pontuado anteriormente.

(b) Tradução de informações para o português - Artigo 3º, §6º, da Instrução CVM nº 332/00 (artigo 1º da Minuta)

44. Outro tema que merece destaque é a proposta estabelecendo que as informações referentes ao BDR Nível I cuja divulgação seja obrigatória no país de origem do lastro sejam também disponibilizadas em português no Brasil para viabilizar a aquisição do ativo pelo investidor não qualificado.

45. A esse respeito, esclarecemos que a exigência de tradução de toda e qualquer informação, indistintamente, constituirá custo excessivamente alto para as instituições depositárias no Brasil, inviabilizando o lançamento do produto do ponto de vista econômico e operacional ou onerando, em última instância, o próprio investidor.

46. Para ilustrar esse cenário, no final de 2019, o Banco B3 era emissor de aproximadamente 220 programas de BDRs Nível I Não Patrocinados admitidos à negociação na B3. Ao longo do ano, estes 220 programas demandaram a divulgação, na jurisdição do lastro, de mais de 37.407 documentos, dos quais 458 foram divulgados em português pelo Banco B3. Dos documentos que não foram traduzidos, 900 eram equivalentes a demonstrações financeiras anuais e trimestrais.

47. A partir de cotação feita pelo Banco B3 com empresa especializada para a tradução de quatro informações financeiras ao ano (considerados documentos de alta complexidade devido à linguagem e por conter gráficos e tabelas), estima-se um custo de R\$ 178,5 mil para um único programa, R\$ 36 milhões para os 220 programas e R\$ 73,6 milhões para 500 programas (considerando o número atual de programas listados pelo Banco B3)⁴.

48. Mesmo que a hipótese fosse de apenas um programa disponível ao varejo, ainda assim, os custos financeiros e volume de documentos a serem traduzidos, considerando a média de 170 documentos por programa, inviabilizariam a colocação do produto.

49. Também é preciso considerar o tempo que levaria a tradução de um volume maior de informações para sua disponibilização até a abertura do pregão do dia seguinte ao da sua divulgação no país de origem, prazo demandado hoje pela Instrução CVM nº 332/00.

50. Por exemplo, estima-se que, para um documento com média de 200 páginas, a tradução por tradutor externo especializado demandaria cerca de 25 dias corridos, sem contar o tempo adicional que seria necessário para a instituição depositária realizar a revisão da tradução, haja vista a sua responsabilidade sobre eventuais inconsistências. Quando estivesse pronta para divulgação em português (30 dias após a divulgação em inglês), enfim, tal informação não seria mais inédita e perderia a sua utilidade para o investidor.

51. Assim, caso a exigência ora proposta seja no sentido de disponibilização, em português, de absolutamente todas as informações fornecidas pelas empresas emissoras do ativo que serve de lastro ao BDR, não haveria tempo hábil para que as instituições depositárias realizassem as traduções, que já seriam obsoletas quando divulgadas.

52. Diante do acima exposto, propomos que haja a delimitação das informações que devem ser traduzidas para o português e aquelas que poderiam ser disponibilizadas na linguagem original de sua divulgação (que provavelmente

⁴ Este cálculo considerou uma média de 200 páginas por relatório financeiro, o valor de R\$223 por página (reduzido para R\$200 e R\$180 considerando o ganho de escala para a tradução de quatro informações financeiras para 220 e 500 programas, respectivamente).

será o inglês ou espanhol, idiomas reconhecidos internacionalmente, considerando a expectativa dos mercados que serão reconhecidos no regulamento da administradora aprovado pela CVM).

53. Vale lembrar que as instituições depositárias brasileiras já divulgam, em português, informações relacionadas a eventos corporativos (financeiros ou em ativos), que impactem diretamente a posição dos investidores brasileiros (ex.: dividendos, juros sobre capital próprio, bonificação, subscrição, desdobramento, grupamento, fusões e aquisições), conforme estabelecido pelo Anexo 6.6.1. (A2) do Manual do Emissor – Anexos, de 7.5.2019, emitido pela B3 e aprovado pela CVM (“Manual do Emissor - Anexos”)⁵.

54. Segundo referido Anexo 6.6.1. (A2), que estabelece o conteúdo mínimo para o Descritivo Operacional dos programas de BDR Nível I Não Patrocinados (“BDR N1 NP”), a instituição depositária deve divulgar aos investidores detentores dos BDRs, tão logo sejam disponibilizados no país de origem da companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior, emissora dos valores mobiliários, as seguintes informações, em português e na forma de sinopse:

- distribuições em dinheiro, tais como pagamentos de dividendos, bonificações em dinheiro e outros rendimentos;
- distribuições em ações ou outros valores mobiliários ou direitos, tais como aquelas decorrentes de bonificação, desdobramento, grupamento, cisão, fusão etc.;
- emissão de ações ou outros valores mobiliários ou direitos relacionados às ações; e
- resgate ou conversão de ações, redução de capital etc.

55. À luz desse cenário, e aproveitando a sinergia com a prática atual, sugerimos que a norma da CVM estabeleça que são essas as informações que

⁵ Disponível em: <

http://www.b3.com.br/data/files/11/22/15/D0/1149A610BECBF8A6AC094EA8/Manual%20do%20Emissor%20-%20Anexos%20_07.05.2019_.pdf>.

devem ser traduzidas e disponibilizadas pela instituição depositária até o início do pregão seguinte à divulgação da informação no país de origem, para que o BDR possa ser oferecido ao investidor não qualificado. Os demais documentos originais continuariam sendo disponibilizados, nos termos da Instrução CVM nº 332/00.

56. Reforçam essa proposta as práticas em mercado internacional com modelo semelhante ao que se pretende admitir no Brasil.

57. No México, por exemplo, o Mercado Global (também conhecido como SIC – Sistema Internacional de Cotizaciones), é uma plataforma oferecida pela Bolsa Mexicana de Valores (“BMV”), que permite que investidores locais invistam em valores mobiliários listados em outras jurisdições⁶. Nota-se, por exemplo, a negociação de valores mobiliários de emissão de companhias como Apple Computer Inc., Amazon.com Inc., Blackberry Limited e Avon Inc.

58. Em 2016, foi estabelecido um novo arcabouço regulatório pelo órgão regulador do mercado financeiro mexicano, a Comissão Nacional Bancária e de Valores (“CNBV”)⁷, alterando a dinâmica de funcionamento do SIC e tornando a BMV responsável pela divulgação, no México, de informações financeiras, econômicas, contábeis, legais e administrativas dos emissores cujos valores estão listados no SIC, incluindo o relacionado a eventos corporativos.

59. O art. 10 do normativo publicado pela CNBV estabelece que *“Las bolsas de valores que listen Valores en el SIC deberán mantener a disposición de los inversionistas, la información de dichos Valores que se revele en el mercado del país de origen o de cotización principal, necesaria para conocer la situación financiera, económica, contable, jurídica y administrativa de la emisora incluyendo la relativa a eventos relevantes, con la misma oportunidad y frecuencia con que sea divulgada en el mercado de valores del país de origen o*

⁶ Atualmente, a plataforma conta com mais de mil ativos listados, entre ETFs, ações e títulos de dívida internacionais. São elegíveis à listagem ações americanas e europeias, ADRs de países emergentes, fundos fechados e ETFs (renda variável, renda fixa, commodities, moedas e alavancados).

⁷ Documento denominado “Disposiciones de carácter general aplicables a los sistemas internacionales de cotizaciones”, disponível em:

<http://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20los%20Sistemas%20Internacionales%20de%20Cotizaciones.pdf>.

en el de su cotización principal, así como la relativa a las principales características de los referidos Valores. Esta obligación podrá cumplirse especificando en su página electrónica en Internet, el micro sitio a través de la cual dicha información puede ser obtenida. Para tales efectos, las referidas bolsas de valores deberán realizar los actos necesarios que les permitan proporcionar al público inversionista, con la misma oportunidad y frecuencia la citada información”⁸.

60. Sobre o normativo citado acima, além da não exigência de traduções destes documentos, o modelo adotado foi de indicar a página do emissor do lastro em que as informações podem ser obtidas. O mesmo artigo reforça que as bolsas de valores não são responsáveis pelo conteúdo das informações que disponibilizarem, nos seguintes termos: *“Las bolsas de valores no serán responsables del contenido u oportunidad de la información que mantengan disponible conforme a lo dispuesto en este artículo”⁹.*

61. A propósito, os investidores de varejo mexicanos estão habilitados à aquisição de valores mobiliários emitidos por emissores estrangeiros naquela jurisdição.

62. Por outro lado, não se pode deixar de reconhecer que a jurisdição americana exige a tradução, para o inglês, de informações divulgadas por emissores estrangeiros em sua linguagem original. Ocorre que este *não* é um modelo adequado para servir de referência à realidade brasileira, uma vez que a língua inglesa é largamente utilizada nos mercados financeiros internacionais como linguagem padrão.

63. Logo, as companhias estrangeiras que lastreiam recibos no mercado americano já produzem as suas informações originalmente em inglês, cabendo à instituição depositária apenas replicar tais informações. Portanto, não há, na

⁸ Tradução livre: *A Bolsa que listar ativos no SIC deverá informar aos investidores as informações dos valores mobiliários divulgadas em seu mercado de origem com relação à situação financeira, econômica, contábil, jurídica e administrativa do emissor, incluindo eventos corporativos, com a mesma oportunidade e frequência que seja divulgada no mercado do país de origem. As informações deverão ser divulgadas em sua página de internet, especificando o site onde esta informação poderá ser obtida, tão logo tenham conhecimento da mesma.*

⁹ Tradução livre: *As bolsas de valores não serão responsáveis pelo conteúdo ou oportunidade das informações que mantiverem disponíveis, de acordo com o disposto neste artigo.*

prática, um aumento do custo de observância da instituição depositária em decorrência da regra de divulgação e tradução de informações daquela jurisdição.

64. Por fim, vale também acrescentar que, de acordo com o Manual do Emissor – Anexos, a instituição depositária no Brasil deve divulgar, em sua página na Internet, documento intitulado “Descritivo Operacional”, referente a cada programa de BDR N1 NP, que tem por objetivo informar os investidores sobre as práticas e procedimentos adotados na administração dos programas, tais como emissão e cancelamento de BDR.

65. Esse documento poderia ser tornado obrigatório pela norma da CVM, acrescentando a obrigatoriedade de que o seu conteúdo informe aos investidores quais documentos serão divulgados em língua portuguesa e quais serão disponibilizados nas versões originais.

66. Tal previsão, juntamente com o dever de *suitability* dos intermediários, contribui para proteger o investidor e alertá-lo dos riscos de investir em valores mobiliários com exposição ao mercado internacional.

67. A nossa proposta de redação para o item III dessa manifestação, seria, então, a seguinte:

“Art. 3º (...)

§ 1º (...)

I – BDR Patrocinado Nível I - caracteriza-se por: (...)

b) divulgação, no Brasil, pela instituição depositária, das informações que a companhia emissora está obrigada a divulgar em seu país de origem, acrescida-das informações mencionadas no § 3º, até a abertura do pregão do dia seguinte ao da sua divulgação no país de origem; (...)

§ 3º Nos programas não patrocinados, a instituição depositária emissora do BDR Nível I deve divulgar as seguintes informações, até a abertura do pregão do dia seguinte ao da sua divulgação no país de origem:

I – fatos relevantes e comunicações ao mercado;

II – aviso de disponibilização das demonstrações financeiras no país de origem;

III – editais de convocação de assembleias;

IV – avisos aos acionistas;

V – deliberações das assembléias de acionistas e das reuniões do conselho de administração, ou de órgãos societários com funções equivalentes, de acordo com a legislação vigente no país de origem; e

VI – demonstrações financeiras da companhia, sem necessidade de conversão em reais ou de conciliação com as normas contábeis em vigor no Brasil.

(...)

§ 6º A divulgação das informações referidas na alínea “b” do inciso I do § 1º, e no § 3º deste artigo deve ser realizada: em português ou no idioma do país de origem.

~~*I – em português, nos casos em que os BDR possam ser adquiridos por investidores não qualificados (item 3 da alínea “d” do inciso I); e*~~

~~*II – em português ou no idioma do país de origem, nos demais casos.*~~

§ 7º Para que o BDR Nível I possa ser adquirido por investidores não qualificados, a instituição depositária deverá:

I – divulgar, em português, as seguintes informações:

a) distribuições em dinheiro, tais como pagamentos de dividendos, bonificações em dinheiro e outros rendimentos;

b) distribuições em ações ou outros valores mobiliários ou direitos, tais como aquelas decorrentes de bonificação, desdobramento, grupamento, cisão, fusão, dentre outras operações;

c) emissão de ações ou outros valores mobiliários ou direitos relacionados às ações;

d) resgate ou conversão de ações, decorrente de redução de capital, dentre outras operações; e

II – divulgar Descritivo Operacional, nos termos das normas editadas pela entidade administradora de mercado organizado, informando quais documentos serão divulgados em língua portuguesa e quais serão disponibilizados no idioma do país de origem.

IV. BDR lastreado em cotas de fundos de índice

68. Em relação à proposta de inclusão do Capítulo XIII-A na Instrução CVM nº 359/02, que disciplinará os certificados de depósito de cotas de fundos de índice (“ETF”) negociadas no exterior, a B3 reconhece e apoia o estímulo e esforço desta Autarquia para fomentar novas frentes de investimentos, possibilitando que investidores brasileiros possam diversificar seus portfólios.

69. Assim, os comentários da B3 sobre esse tópico estão relacionados ao regime informacional que se pretende submeter à instituição depositária no Brasil, para que sua responsabilidade não constitua um custo impeditivo da viabilidade econômica do produto.

70. Dessa forma, um primeiro ponto a se ponderar é que o artigo 74-C exige da instituição depositária no Brasil a obtenção de manifestação positiva, via celebração de contrato com o administrador do fundo estrangeiro, concordando expressamente com a criação do programa no Brasil.

71. Ocorre que, conforme disposto no §2º do art. 3º da Instrução CVM nº 332/00, caracteriza-se por BDRs Não Patrocinados o programa instituído por uma ou mais instituições depositárias emissoras de certificado, *sem um acordo* com a emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito.

72. Diante de tal dispositivo, a B3 entende que, da mesma forma que o acordo da companhia estrangeira emissora das ações subjacentes não é necessário para o registro de programas não patrocinados pela instituição depositária do BDR, para a constituição de programa de BDRs NP N1 lastreados em cotas de ETFs também não haveria, por analogia, obrigatoriedade (ou sequer necessidade) de obtenção de anuência expressa do administrador do fundo.

73. Além disso, essa concordância não agrega segurança adicional ao produto, uma vez que os ETFs estrangeiros são submetidos aos processos de registro perante as autoridades reguladoras dos países de origem, devendo cumprir, portanto, com os requisitos regulatórios fixados, principalmente no que tange à disponibilização das informações.

74. Por exemplo, no caso dos Estados Unidos, tal como as ações de emissores norte-americanos lastro de BDRs NP N1, a cota de um ETF também é um ativo custodiado em central depositária, no caso, a Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), contando, assim, com mecanismos adequados e eficazes que buscam assegurar a sua existência, integridade e imobilização.

75. Além disso, a instituição depositária emissora de BDR, independentemente de o ativo lastro ser uma ação propriamente dita ou cota de fundo, está sujeita às mesmas responsabilidades e obrigações perante a CVM, a B3 e os investidores, nos termos da Instrução CVM nº 332/00, Instrução CVM nº 480/09 e dos Regulamentos e Manuais da B3.

76. Há que se considerar, ainda, o risco ao qual o investidor brasileiro estaria exposto caso o administrador do fundo estrangeiro decidisse, por exemplo, rescindir o contrato firmado com a instituição depositária no Brasil por questões comerciais, suprimindo a liquidez do investidor no mercado secundário.

77. Diante do exposto, a B3 sugere a eliminação da exigência de celebração de contrato entre a instituição depositária e o administrador do fundo, através da alteração do artigo 74-C, conforme sugerido a seguir:

Art. 74-C. O administrador do fundo de índice cujas cotas sirvam de lastro para a emissão de BDR não responde pela prestação das informações previstas nesta Instrução, ~~porém o programa de BDR não pode ser realizado sem sua concordância expressa.~~

~~Parágrafo único. A instituição depositária deve celebrar com o administrador do fundo contrato que assegure a disponibilização das informações que devem ser divulgadas nos termos desta Instrução.~~

78. Outro ponto a se destacar é que o *caput* do 74-H estabelece que deverão ser divulgadas, no Brasil, as informações que o ETF deve divulgar em seu país de origem, em uma locução abrangente e que permite a consideração das particularidades de cada país. No entanto, o §1º traz em seus incisos a obrigação de disponibilizar uma série de documentos e informações que extrapolam o rol daquelas que os ETFs devem divulgar em seus respectivos países de origem.

79. Portanto, em primeiro lugar, a B3 entende que é necessário esclarecer se os incisos do §1º do dispositivo constituem uma lista exemplificativa das

informações exigidas no *caput*, de modo a dar concretude à redação de cunho genérico ali presente, ou se tais informações são adicionais em relação às informações solicitadas no *caput*. Se for este o caso, é importante que sejam consideradas as práticas e obrigações impostas pelos reguladores no país de origem destes ETFs.

80. Nesse contexto, vale ressaltar que algumas informações, principalmente as que são fornecidas por terceiros contratados pelos emissores de ETFs (por exemplo, os provedores de índices) são de cunho comercial e estratégico e, por essas e outras razões, não são divulgadas de forma pública tampouco gratuita aos participantes de mercado.

81. Sendo assim, solicitamos que esta Autarquia reveja os conceitos para solicitações de informações, bem como a forma que serão disponibilizadas pelas instituições depositárias, com especial destaque para **(i)** a composição do índice atualizada (inciso V); **(ii)** a divulgação do contrato de licenciamento do índice de referência (inciso XV); **(iii)** a divulgação de dados estatísticos especificamente dos valores médio e de fechamento de negociação no mercado secundário (inciso VIII, alínea “a”, em parte); e **(iv)** a verificação de erro de aderência entre a rentabilidade acumulada do fundo e do valor de fechamento do índice de referência (art. 35 da Instrução CVM nº 359/02).

82. Primeiramente, não é comum, no mercado internacional, que a composição do índice atualizada seja disponibilizada. Em sua maioria, os gestores possuem acesso por licenciarem o índice, mas não podem repassar essa informação ao mercado por questões de restrição contratual. Desta forma, entendemos que este item merece ser reconsiderado, pois a disponibilização das informações solicitadas é impraticável.

83. Ainda levando em consideração as práticas do mercado internacional em relação às políticas de licenciamento de índice, a B3 sugere que seja considerada a publicação do contrato de licenciamento de forma resumida, assim como praticado pela *U.S. Securities and Exchange Commission – SEC*, de modo que possam ser suprimidas informações sensíveis ou estratégicas.

84. Isso porque, em muitos cenários, não há a celebração específica, por índice, de contrato de licenciamento entre o provedor de índices e o gestor

internacional, devido à existência de um “contrato global”, modelo muito utilizado por gestores com ampla prateleira de produtos e que atuam, assim como os provedores de índices, em várias jurisdições.

85. Sobre a solicitação de divulgação de dados estatísticos dos valores médio e de fechamento de negociação no mercado secundário das cotas do ETF que tiverem como referência o mercado internacional, além de não ser um dado divulgado pelos gestores de ETFs estrangeiros na Internet, pode gerar dúvidas para o investidor em relação ao preço do BDR, uma vez que o produto será negociado no Brasil e terá sua formação de preço no mercado secundário independentemente do mercado estrangeiro.

86. Ademais, por não serem dados disponibilizados pelos gestores de ETFs no mercado internacional, serão agregados custos adicionais às instituições depositárias e ao investidor, por meio da contratação de pacote de distribuição de dados com *vendors* globais ou via pacote de distribuição da própria bolsa de valores estrangeira, uma vez que esses dados são comercializados no mercado internacional e não podem, por questões contratuais, ser repassados gratuitamente.

87. Sobre o erro de aderência, no mercado americano, principal mercado de ETFs do mundo, não se exige dos administradores ou gestores dos ETFs a publicação dessa informação. Caso esta exigência se aplique à instituição depositária no Brasil, a mesma não teria fonte confiável para replicar tal informação.

88. Por fim, a proposta exige que a instituição depositária mantenha página na rede mundial de computadores com as informações mencionadas nos incisos do §1º do artigo 74-H. Porém, é comum, na indústria internacional, que o gestor do ETF tenha uma página dedicada a cada ETF, no idioma local, e disponível na rede mundial de computadores, com todas as informações cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.

89. Neste cenário, sugerimos que a CVM preveja a possibilidade de indicação, pela instituição depositária, da página do ETF estrangeiro na rede mundial de computadores, gerenciada pela gestora do fundo estrangeiro, quando esta página tiver a opção de ser acessada em português.

90. Essa indicação, a nosso ver, substituiria a necessidade de replicação das mesmas informações do ETF estrangeiro por parte da instituição depositária, eliminando custos de observância redundantes e aproveitando as sinergias entre as informações que já são divulgadas em português.

91. As demais informações solicitadas pelo §1º que, porventura, não estejam contidas nessa página, continuariam tendo que ser disponibilizadas pela instituição depositária no Brasil.

92. De acordo com os comentários acima, a redação proposta para o artigo 74-H, §1º, seria a seguinte:

“Art. 74-H. A instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem.

§ 1º A instituição depositária deve ainda manter página na rede mundial de computadores em que constem as seguintes informações, [quando for possível a sua divulgação](#): (...).

[§ 7º A instituição depositária está dispensada de manter, em sua página na rede mundial de computadores, as informações solicitadas nos termos do §1º, quando tais informações forem divulgadas em português pelo administrador do fundo, devendo a instituição depositária disponibilizar o respectivo endereço eletrônico do administrador.](#)

V. BDR lastreado em valores mobiliários diversos de ações

93. Quanto a esta proposta, temos breves apontamentos referentes ao destaque feito no Edital por essa Autarquia sobre “*outros obstáculos que a regulamentação indiretamente imponha à emissão de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida*” em relação ao conceito de mercado de negociação.

94. Em primeiro lugar, há diversos valores mobiliários representativos de dívida estrangeira que são ativamente negociados em mercado de balcão, inclusive por investidores de varejo, e que estão em depositárias como a DTCC e Euroclear.

95. Assim, ao incluir na definição de mercado de negociação apenas os mercados de bolsa (como proposto na nova redação do art. 3º, §1º, inciso I, alínea “d”, item 3.1, da Instrução CVM nº 332/00), os investidores brasileiros não qualificados não estariam habilitados a acessar os BDRs lastreados em instrumentos de dívida que fossem negociados em ambientes que não bolsas de valores estrangeiras, mas em mercado de balcão.

96. Outros três pontos que gostaríamos de destacar é que, da forma como foi proposta, a regra não permitirá a criação de BDRs lastreados em **(i)** títulos da dívida soberana emitidos por jurisdições estrangeiras, por não serem classificados como valores mobiliários; **(ii)** títulos de dívida emitidos no exterior por emissores sediados no Brasil; e **(iii)** títulos de dívida emitidos no exterior por emissores estrangeiros que possuam 50% ou mais de seus ativos ou receitas no Brasil, uma vez que a regra ora proposta qualifica o mercado reconhecido como mercado de bolsa.

97. Sugerimos que essa Autarquia avalie a inclusão destas possibilidades na norma, principalmente por servirem como diversificação de investimentos a investidores locais buscando exposição ou *hedge* em ativos desse tipo no exterior.

98. A nosso ver, esse poderia ser um obstáculo regulamentar ao desenvolvimento desse novo mercado no Brasil.

* * * * *

Atenciosamente,

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO

BANCO B3 S.A.