

**Porto Alegre, 28 de fevereiro de 2020**

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

At.

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

**REF.: Audiência Pública Comissão de Valores Mobiliários SDM nº 08/19 – Sugestões e comentários sobre proposta de instrução que introduz alterações normativas relacionadas à emissão de certificados de depósito de valores mobiliários - BDR**

**CARPENA ADVOGADOS ASSOCIADOS**, sociedade simples, inscrita nos registros da Ordem dos Advogados do Brasil, Seção Rio Grande do Sul, sob n. 1.063, inscrita no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas sob n. 03.238.878/0001-58, com sede na Avenida Taquary, n. 97, Bairro Cristal, Porto Alegre, RS, CEP 90810-180, vem, respeitosamente, apresentar seguintes sugestões e comentários à minuta de instrução submetida à Audiência Pública Comissão de Valores Mobiliários SDM nº 08/19, nos termos que passa a aduzir:

Fazemos referência ao Edital de Audiência Pública SDM nº 08/19 (“Edital”), pelo qual a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) submete à audiência pública minuta de instrução (“Minuta”) que promove alterações à Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000 (“Instrução CVM 332”), à Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002 (“Instrução CVM 359”), à Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008 (“Instrução CVM 471”), à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução CVM 471”) e à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (“Instrução CVM 480”), modificando o regime aplicável aos certificados de depósito de valores mobiliários (“BDRs”), apresentando as seguintes considerações e sugestões sobre a Minuta:

A proposta de reforma submetida pela CVM à audiência pública através do Edital tem por vocação, essencialmente, instituir regime mais flexível no que toca aos valores mobiliários admitidos como lastro de BDRs, bem como à ampliação do contingente de investidores que estariam aptos a negociar BDRs nível I.

Neste sentido, a CVM propõe a edição de instrução reformadora da atual regulamentação contida na Instrução CVM 480, indicando que 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 um regime voltado a permitir BDR com lastro em cotas de fundos de índice negociadas no exterior; e (iv) a modificação de dispositivos incompatíveis com a emissão de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida”*.

A reforma proposta pela CVM tem como um dos seus elementos centrais a modificação dos requisitos necessários à caracterização de emissores como estrangeiros, cuja justificativa é assim apresentada no Edital:

Por meio de suas atividades de acompanhamento de mercado e de interação com os agentes que nele atuam, a CVM observou casos em que emissores, sobretudo ligados ao setor de tecnologia, apesar de terem expressão econômica no Brasil, realizaram ofertas públicas no exterior, motivados pela perspectiva de captações em termos mais vantajosos, o que teria sido possível em razão da maior familiaridade dos agentes de mercado estrangeiros com emissores de natureza similar.

***A CVM entende benéfico que investidores locais tenham oportunidade de investir em valores mobiliários desses emissores, assim como os próprios emissores tenham maior facilidade em realizar parte da captação pretendida no mercado local.***

No entanto, as regras ora vigentes impedem que isso ocorra. No regime atual, somente emissores estrangeiros podem emitir BDR e o conceito de emissor estrangeiro considera não apenas a localidade da sede, mas também a dos ativos: são considerados estrangeiros emissores cujos ativos localizados no Brasil não ultrapassem 50% dos ativos totais. Em caráter excepcional, esse percentual pode ser elevado a 65% no contexto de uma oferta pública subsequente de distribuição de BDR (art. 1º do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009).

A CVM propõe que o conceito de emissor estrangeiro volte a considerar apenas a localidade da sede e que, atendidas determinadas condições a seguir descritas, um emissor estrangeiro possa emitir BDR mesmo que possua ativos ou receitas situados ou provenientes preponderantemente do Brasil. (Grifou-se)

Prudentemente, a CVM indica preocupação, no Edital, que o regime mais flexível instituído a partir da proposta de Minuta acabe por comprometer a regularidade do mercado nacional ou servir de expediente para redução de proteção a investidores residentes no Brasil, senão vejamos:

De fato, na visão da CVM, ***os custos e benefícios que recaem sobre emissores para acessar mercados externos mais maduros*** tornam improvável que companhias brasileiras enxerguem nesse movimento uma possibilidade de acessar a poupança popular brasileira sem se sujeitar à legislação societária local, prática já observada no passado e que ensejou o regime mais restritivo previsto na Instrução CVM nº 480. Por outro lado, ainda que a evasão à legislação societária brasileira não venha a ser uma motivação relevante para companhias com ativos no Brasil emitirem BDR, ***essas companhias podem ter interesse em fazê-lo por razões variadas e, se as propostas ora apresentadas forem adotadas, encontrarão um regime mais flexível para fazê-lo.*** Apesar de tal flexibilidade ter um aspecto positivo, a CVM tem preocupação – e gostaria de obter manifestações sobre esse ponto na audiência pública –, a respeito de possíveis efeitos adversos resultantes desse novo regime, sobretudo na forma de um incentivo à listagem no exterior que possa comprometer a relevância do mercado nacional ou de redução da proteção a investidores residentes no Brasil.

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. (Grifou-se)

Conforme consignado no Edital, as disposições da Minuta deixam de oferecer mecanismos normativos que atuem sobre relevantes pontos de preocupação manifestados pela CVM no Edital, aspectos estes nos quais se assentam as sugestões de alteração ao final apresentada.

Contudo, antes de se passar à análise dos aspectos que merecem aprimoramento das disposições previstas na Minuta, entende-se necessária uma breve digressão sobre os fatos e motivos que deram ensejo ao regime atual instituído pela Instrução CVM 480, bem como uma reflexão sobre suas fragilidades.

## 1. REGIME ATUALMENTE APLICÁVEL AOS EMISSORES ESTRANGEIROS A PARTIR DA EDIÇÃO DA INSTRUÇÃO CVM 480 E SUAS FRAGILIDADES

Anteriormente à edição da Instrução CVM 480, a definição de emissor estrangeiro tinha como único critério o local da sede do emissor, o que se mostrou uma lacuna regulatória que permitiu a realização de manobras por emissores cujas atividades eram desenvolvidas preponderantemente no Brasil, com fins de burlar o regime legal aplicável às companhias abertas previsto na Lei Federal nº 6.404/1976 (“Lei Societária”).<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Este contexto histórico do mercado brasileiro foi consignado no próprio edital da audiência pública nº 07/08 (“Audiência Pública 07/08”), que deu origem à Instrução CVM 480:

Atualmente, basta que o emissor tenha sede fora do Brasil. ***A regra atual permitiu que muitas empresas cujas atividades são predominantemente desenvolvidas no Brasil constituíssem holdings estrangeiras e captassem recursos no mercado de valores mobiliários brasileiros como emissores estrangeiros.***

A CVM não deseja restringir a vinda de emissores estrangeiros para o mercado brasileiro. Ao contrário, a CVM acredita que o Brasil tem a capacidade de se tornar, ao menos, um centro regional de liquidez na América Latina e isso contribuiria para o crescimento sadio do mercado de valores mobiliários. **No entanto, a CVM entende que uma regulamentação que permita que emissores nacionais se organizem como empresas estrangeiras é indesejável.**

Embora não haja dúvida de que tanto os emissores estrangeiros, quanto seus administradores e controladores, estão sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 1976, não é claro que se possa exigir desses emissores o cumprimento da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. É a Lei nº 6.404, de 1976, que estabelece as regras societárias das companhias brasileiras, a estrutura administrativa, e, mais importante, o regime de responsabilidade dos administradores. As normas aplicáveis ao emissor estrangeiro a esse respeito são aquelas do país no qual ele foi constituído. **Este regime híbrido é adequado quando o emissor é uma empresa que efetivamente tem atividades no país onde foi constituída.** Por exemplo, um emissor constituído na Argentina que efetivamente tenha atividades nesse país, estará sujeito a regras societárias locais e a um regime local de responsabilidade de administradores. Tais regras podem ser distintas das brasileiras, mas elas certamente existem e há um regulador com interesse em aplicá-las.

Neste contexto, quando da edição da Instrução CVM 480, que instituiu o atual regime aplicável aos emissores estrangeiros, a CVM declaradamente percebia como insuficiente para garantir o funcionamento saudável e regular do mercado uma regulamentação que permitisse o acesso ao mercado de capitais brasileiros a emissores nacionais, em seus aspectos materialmente relevantes, constituídos sob a forma de *holdings* ou *shell companies* a partir de jurisdições que oferecem um regime de proteção aos investidores incompatível com a Lei Societária.

Com efeito, o regime instituído pela Instrução CVM 480 passou a contemplar como núcleo da definição de emissor estrangeiro 2 (dois) critérios, quais sejam, que o emissor tenha (i) sede no exterior; e (ii) os ativos no Brasil que representem menos de 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio (Instrução CVM 480, Anexo 32-I, art. 1º, parágrafo 1º, I e II).

Entretanto, estabeleceu a Instrução CVM 480, no art. 1º, parágrafo 2º, do Anexo 32-I, que a verificação da condição de emissor estrangeiro seria realizada em momentos específicos, quando ocorresse (i) o registro de emissor na CVM; (ii) a realização da oferta pública de distribuição de BDRs; ou (iii) no registro do programa de BDR.<sup>2</sup>

---

O problema não é o mesmo quando a empresa tem suas atividades predominantemente no Brasil e escolhe outro país para a sua sede. ***A prática mostra que os emissores geralmente escolhem países que adotaram regimes jurídicos extremamente flexíveis para empresas que se constituam sob suas leis, mas que não tenham atividades naquele país. Tais regimes oferecem muito pouca proteção aos investidores.*** Ainda que se escolhesse um país cujas regras sejam tão ou mais rigorosas que as brasileiras, o regulador desse país teria muito poucos incentivos para gastar recursos na fiscalização e aplicação de tais regras em relação a empresas que têm exclusivamente a sede em seu país. ***Isto porque, provavelmente, não haveria investidores ou qualquer outra espécie de prejudicados em sua jurisdição.*** Naturalmente, essas jurisdições direcionariam mais esforços para coibir práticas cujos afetados fossem residentes do país. Por essas razões, não é adequado que empresas na prática nacionais, seus administradores e controladores, possam se esquivar do cumprimento da Lei nº 6.404, de 1976. A proposta da Minuta é que não seja considerado estrangeiro, o emissor: (i) que tenha sede no Brasil; ou (ii) cujas receitas provenientes do Brasil representem 50% (cinquenta por cento) ou mais de sua receita bruta consolidada. A CVM deseja saber do mercado se os critérios para determinar se um emissor é estrangeiro são adequados. (Edital Audiência Pública 07/08, p. 23/24 - Grifou-se)

<sup>2</sup> No edital da Audiência Pública 07/08, a escolha pela verificação em momentos específicos da conformidade do emissor com os critérios que definem o emissor como estrangeiro foi assim justificada pela CVM:

Ainda em relação a esses emissores, o enquadramento na condição de emissor estrangeiro será verificado por ocasião: (i) do pedido de registro de emissor na CVM; (ii) do pedido de registro de oferta pública de distribuição de certificados de depósito de valores mobiliários – BDR; e (iii) do pedido de registro de

Na esteira dos aspectos de preocupação consignados pela CVM no edital da Audiência Pública 07/08, foram discutidas, naquele momento, sugestões de aperfeiçoamentos, propostas pelos participantes, das normas que viriam a integrar a Instrução CVM 480, tais como a **realização de revisões periódicas** de conformidade do emissor com os critérios de enquadramento como emissor estrangeiro, bem como de **mecanismos de reenquadramento** pelos emissores que deixassem de atender aos critérios que permitiram o seu registro como emissor estrangeiro.

Contudo, as propostas de aperfeiçoamento apresentadas pelos participantes da Audiência Pública 07/08 não foram contempladas na Instrução 480, sendo a sugestão de revisão anual do enquadramento rejeitada pela CVM, pelos seguintes motivos:

**A CVM entende que fazer a verificação somente no momento do registro da emissão pode dar margem a manobras societárias realizadas com o objetivo de perpetuar a existência de empresas nacionais registradas como emissores estrangeiros.** De outro lado, entende que é excessivo fazer a verificação do enquadramento de emissor estrangeiro periodicamente.

Assim, **a redação original que verifica a condição de emissor estrangeiro no momento do pedido de registro de emissor, do pedido de registro da emissão e do pedido de registro do programa de BDR foi mantida.**

---

programa de BDR. Esse sistema tem duas implicações importantes. **Primeiro, ele significa que um emissor estrangeiro perfeitamente enquadrado, no momento de registro, pode vir a se desenquadrar por razões absolutamente legítimas. Uma vez se desenquadrando, tal emissor estará impedido de emitir novos valores mobiliários, até que se reenquadre ou até que se organize como um emissor nacional.** Esse sistema não é perfeito, porque pode, em última instância, prejudicar o investidor daquele emissor que estará impedido de captar novos recursos no mercado até que se torne um emissor nacional. No entanto, **a CVM acredita que averiguar a condição de emissor estrangeiro somente no momento do registro é insuficiente.** Ademais, a CVM entende que o processo de nacionalização de um emissor estrangeiro pode não ser uma coisa simples, tendo em vista que, de acordo com as regras atuais, emissores de ações devem ser sociedades anônimas constituídas no Brasil, cujos administradores devem ser residentes no país. Esta pode ser uma alteração indesejável e custosa para um emissor que seja efetivamente estrangeiro. Por essas razões, a CVM está interessada em saber:

- i) como deve ser tratado o emissor estrangeiro que se desenquadra? Há regras menos onerosas para o investidor que impedir novas captações por meio de distribuições públicas, mas que incentivem os emissores a se reenquadrarem?
- ii) sugestões sobre um regime adequado de reenquadramento do emissor estrangeiro. O reenquadramento, depois de um certo prazo, deveria ser obrigatório? (Edital Audiência Pública 07/2008, p. 24/25 - Grifou-se)

Entretanto, por compreender que, em determinadas situações, a simples proibição de realizar novas ofertas por emissores estrangeiros que estejam desenquadrados é prejudicial ao investidor e o próprio desenquadramento pode ter se dado por razões absolutamente legítimas, a CVM decidiu acrescentar um parágrafo ao art. 1º do atual Anexo 32-I para permitir que os emissores estrangeiros desenquadrados possam realizar novas ofertas públicas, desde previamente autorizados pela CVM mediante pedido fundamentado. (Relatório Audiência Pública 07/2008, p. 87/88. - Grifou-se)

Ocorre, entretanto, que a motivação da CVM para a rejeição da sugestão de que fosse instituído procedimento de revisão periódica de conformidade com os critérios de definição de emissor estrangeiro, deixou de observar que os 3 momentos definidos pela norma em que se daria a verificação do enquadramento do emissor ocorrem, na prática, simultaneamente, caso não haja oferta pública subsequente de distribuição de BDR. Isto porque, a teor da Instrução CVM 332, é requisito do pedido de registro de programa de BDR a apresentação do pedido de registro de emissor (art. 5º, VII, Instrução CVM 332), sendo a aprovação programa de BDR concomitante à aprovação do pedido de registro da oferta pública de distribuição de BDRs (art. 4º, parágrafo único, c/c arts. 5º, IX, e 6º, Instrução CVM 332).

Neste contexto, os momentos de verificação de conformidade do emissor com os critérios que permitiram seu registro como emissor estrangeiro se dão, na prática, de forma simultânea ou em momentos excessivamente próximos, já que se mostra pouco provável que um emissor interessado na captação de recursos no mercado venha a promover o seu registro como emissor, a aprovação do programa de BDR e o registro da oferta pública de distribuição, em momentos distintos.

Deste modo, apenas no caso de oferta pública subsequente de distribuição de BDR é que há, de fato, uma segunda verificação dos requisitos de enquadramento à definição de emissor estrangeiro.

Por outro lado, no que toca aos procedimentos de reenquadramento, foi proposto pelos participantes da Audiência Pública 07/08 mecanismo que previsse prazo para que o emissor se reenquadrasse aos critérios definidos para a sua conceituação como emissor estrangeiro, com obrigação informacional adicional, nesse período, de indicação da situação de

desenquadramento no formulário de referência<sup>3</sup>. Caso o emissor não obtivesse o reenquadramento aos critérios previstos na norma que viria a dar origem à Instrução CVM 480, as propostas de aprimoramento se mostravam convergentes para que houvesse a obrigação do emissor promover o resgate dos BDRs juntos aos investidores, através de procedimento equivalente ao de oferta pública de aquisição.<sup>4</sup>

A conclusão adotada pela CVM se mostrou contrária à instituição de mecanismo que regulasse a situação de desenquadramento, concluído a autarquia que “as restrições impostas pela Instrução para que o emissor realize novas emissões públicas são incentivo suficiente para estimulá-lo a buscar se enquadrar e, por isso, considera a sugestão de estabelecer um prazo para reenquadramento desnecessária”<sup>5</sup>.

Entretanto, salvo melhor juízo, a solução adotada pela CVM criou um vácuo regulatório sob 2 (dois) aspectos, a saber:

**1) Déficit informacional** suportado por todos os participantes do mercado (inclusive reguladores) quanto à manutenção das condições que ensejaram

---

<sup>3</sup> Nesse sentido, foi sugestão apresentada pela Associação Brasileira das Companhias Abertas - ABRASCA: “A sugestão é que o emissor desenquadrado tenha o direito de ajustar-se novamente à qualidade de estrangeiro ou adaptar-se plenamente à legislação societária e de mercado de capitais brasileira em um prazo não inferior a 1 ano. Durante o referido período, o emissor deve ser considerado regular para todos os efeitos e não deve ser impedido de realizar novas captações. **A situação de desenquadramento, contudo, deverá ser informada no formulário de referência**”. (Relatório Audiência Pública 07/08, p. 90)

<sup>4</sup> Nestes termos, foram as sugestões dos participantes Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID, Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC e BM&FBOVESPA S.A, apresentadas à Audiência Pública 07/08:

“A participante propõe que, caso o emissor não se reenquadre no período de 2 anos, ele deverá obrigatoriamente: (i) se transformar em uma companhia brasileira, regida pela Lei nº 6.404, de 1976, e pela regulamentação da CVM; ou (b) realizar uma oferta pública para retirar de circulação todos os BDR por ela emitidos no Brasil. A ANBID acredita que, dessa forma, seria imposta ao emissor a obrigação de observar a regra de enquadramento, sem, contudo, prejudicar os investidores.

A APIMEC sugere que seja concedido um prazo para reenquadramento aos emissores desenquadrados. Na hipótese de nenhuma das alternativas serem atendidas, o emissor deveria ficar impedido de realizar novas emissões de valores mobiliários, ou, alternativamente, —poderia fazer uma OPA aos investidores. A BM&FBOVESPA sugere que o desenquadramento seja divulgado pelo próprio emissor no momento em que ele ocorra. A participante considera adequado estabelecer um período de 2 anos, dentro do qual o emissor estaria impedido de emitir novos valores mobiliários. No caso extremo de não alcançar o reenquadramento, sugere-se que o emissor realize oferta pública para cancelamento do registro de emissor e encerramento do programa de BDR”. (Relatório Audiência Pública 07/08, p. 91)

5



o registro de emissores estrangeiros, decorrente da falta de mecanismos de revisão do atendimento aos critérios de enquadramento e de divulgação de informações a esse respeito;

- 2) Inexistência de mecanismos que regulem o tratamento a ser dispensado na situação de desenquadramento de emissores, o que pode acabar por prejudicar a segurança e estabilidade do mercado de capitais brasileiro.**

Com efeito, a regulamentação instituída a partir da Instrução CVM 480 representou, de um lado, inegável avanço na repressão de anomalias do mercado, ao estabelecer regime que trouxe maior segurança de que o acesso ao mercado de capitais brasileiro, através de programas de BDR, seria reservado a emissores que não tivessem atividade preponderante no Brasil. Por outro lado, o regime atual pecou em não instituir mecanismos que permitissem ao mercado acompanhar e ter adequada informação sobre eventual desenquadramento em relação aos critérios que ensejaram o registro de emissor estrangeiro, tampouco prever instrumentos que regulassem situações de desenquadramento que possam resultar em desequilíbrio ao mercado e prejuízo aos investidores.

## **2. PROPOSTA DE ALTERAÇÃO NORMATIVA QUE ADOTA REGIME MAIS FLEXIVEL E AGRAVAMENTO DAS FRAGILIDADES DO REGIME INSTITUÍDO PELA INSTRUÇÃO CVM 480**

Pela interpretação do artigo 1º da Minuta proposta pela CVM, no novo regime o conceito de emissor estrangeiro passa a considerar exclusivamente o local de sua sede, passando a exigir que o emissor de valores mobiliários que sirvam de lastro ao programa de BDRs satisfaça, alternativamente, uma das hipóteses previstas nos incisos I e II, daquele dispositivo.

Na proposta de Minuta submetida à discussão pela audiência pública, mostra-se clara a opção regulatória por admitir que agentes econômicos brasileiros obtenham o registro como emissores estrangeiros, através de veículos ou pessoas jurídicas constituídas no exterior, de modo a possibilitar que tais emissores registrem programas de BDR e, com isso, acessem o

mercado de capitais brasileiro. Para tanto, na hipótese do inciso II, do artigo 1º, do Anexo A, da Minuta, os valores mobiliários emitidos pelo emissor deverão ter como “principal mercado de negociação” uma bolsa de valores com sede no exterior e atender aos demais requisitos previstos no parágrafo 6º<sup>6</sup>, do mesmo artigo.

De outro lado, a Minuta prevê que poderá servir de lastro para programas de BDRs valores mobiliários emitidos por emissor estrangeiro enquadrados na hipótese do inciso I, do artigo 1º, do Anexo A, ou seja, emissores estrangeiros que tenham ativos e receitas no Brasil correspondentes a menos de 50% daqueles constantes em suas demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas. Nessa hipótese, a definição de “principal mercado de negociação”, dada pelo artigo 1º, parágrafo 1º, inciso II, não contempla a exigência de que seja uma bolsa de valores com sede no exterior, tampouco que seja um “mercado reconhecido”.

Na forma como redigida, a Minuta passaria a permitir, ainda que não de maneira expressa, que os emissores estrangeiros enquadrados no inciso I, do caput do artigo 1º, do Anexo A, busquem acessar prioritariamente o mercado de valores mobiliários brasileiro, através de programa de BDRs. Contudo, tal circunstância conflita com os termos do Edital<sup>7</sup>, que nada refere acerca de eventual tratamento distinto no que tange à definição de principal mercado de

---

<sup>6</sup> Art. 1º (...)

§ 6º Nos casos previstos no inciso II do caput, o principal mercado de negociação do emissor deve ser uma bolsa de valores:

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.

<sup>7</sup> No Edital a modificação do conceito de emissor estrangeiro é apresentada nos seguintes termos:

*“A CVM propõe que o conceito de emissor estrangeiro volte a considerar apenas a localidade da sede e que, atendidas determinadas condições a seguir descritas, um emissor estrangeiro possa emitir BDR mesmo que possua ativos ou receitas situados ou provenientes preponderantemente do Brasil.*

***Para tanto, o emissor estrangeiro deverá ter como principal mercado de negociação uma bolsa de valores com sede no exterior designada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado de valores mobiliários no Brasil, o qual deverá ser aprovado pela CVM. Por principal mercado de negociação, entende-se o ambiente de mercado no qual tenha havido maior volume de negociação nos 12 meses precedentes. No caso de emissores em processo de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o conceito de principal mercado de negociação considera o país em que o emissor obtenha a maior parte dos recursos.”***

negociação, conforme o emissor estrangeiro esteja enquadrado no inciso I ou II, do caput do artigo 1º, do Anexo A, da Minuta.

Como contrapartida ao novo regime previsto na Minuta, que permitirá maior flexibilidade para acesso ao mercado de valores mobiliários brasileiros, através de programa de BDRs, e, ainda, que o emissor estrangeiro poderá ter no Brasil o principal mercado de negociação, sugere-se que o inciso I, do caput do artigo 1º, contemple disposição mais restritiva, de modo a evitar que emissores brasileiros se utilizem de estruturas societárias em jurisdições excessivamente flexíveis para burlar a Lei Societária, conforme já se verificou no passado.

Ademais, soma-se ao distinto tratamento dispensado aos emissores estrangeiros que se enquadrem às hipóteses dos incisos I ou II, do caput do artigo 1º, as fragilidades que foram apontadas em relação ao regime atual, instituído pela Instrução CVM 480, no que toca à inexistência de mecanismos normativos que estabeleçam procedimento de revisão condições que ensejaram o registro do emissor estrangeiro, bem como de consequências em caso de desconformidade do emissor estrangeiro.

Neste sentido, merece registro que, durante os anos de 2018 e 2019, a PPLA PARTICIPATIONS LTD., emissora estrangeira de valores mobiliários categoria “A” e patrocinadora de programa de certificados de depósito de ações Nível III, com sede na Clarendon House, 2 Church Street, HM11, Hamilton, Bermudas, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 15.073.274/0001-88 (“PPLA”), promoveu procedimento diferenciado para descontinuidade voluntária do programa de BDRs (Processo CVM nº 19957.009969/2018-11).

Embora se tratasse a PPLA de emissora estrangeira, o procedimento de descontinuidade voluntário do programa de BDRs consistiu na realização de oferta pública de aquisição (“OPA”), que seguiu o rito da modalidade de OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, prevista no artigo 16 e seguintes da Instrução CVM nº 361/2002 e artigo 4º-A da Lei Societária.

No item 1.2 do edital da OPA publicado pela PPLA, em 10/04/2019, a promoção do plano de descontinuidade voluntária do programa de BDR é explicada, entre outros fatores, pelo seguinte motivo:

**“(iii) as Units e os BDRs de emissão da Companhia possuem liquidez apenas e exclusivamente na B3, de tal forma que nenhum outro valor mobiliário da Companhia possui qualquer forma de liquidez ou alternativa para a efetiva e recorrente negociação em qualquer outro ambiente de negociação, incluindo, a Euronext em Amsterdam, na Holanda, um mercado regulado operado pela Euronext Amsterdam N.V. (“Euronext”), na qual as Ações estão diretamente listadas;” (Grifou-se)**

O prosseguimento do plano de descontinuidade voluntária do programa de BDRs da PPLA teve prosseguimento, sendo concluído com a desistência manifestada pelo ofertante da OPA, devido à apuração de preço cerca de 400% (quatrocentos por cento) superior ao oferecido inicialmente pelo ofertante, pelo procedimento de revisão de preço.

Veja-se que, à luz do novo regime proposto pela Minuta, o exemplo acima retratado poderia se configurar em hipótese de desenquadramento aos requisitos aplicáveis aos emissores estrangeiros, caso o registro de emissora estrangeira fosse concedido com base no inciso II, do caput do artigo 1º, do Anexo A da Minuta.

Neste contexto, faz-se necessário que o no novo regime proposto através da Minuta institua mecanismo que vise sanar o vácuo regulatório verificado na Minuta – assim como há no regime da Instrução CVM 480 -, passando a contemplar procedimento destinado a revisar e acompanhar a manutenção das condições que ensejaram o registro de emissores estrangeiros, independentemente de qual das hipóteses previstas no caput do artigo 1º, do Anexo A, da Minuta. Igualmente, mostra-se essencial que a Minuta passe a prever instrumento que se destine a regular circunstâncias como de desenquadramento como a acima retratada, as quais podem dar ensejo a práticas abusivas, a prejuízos a investidores e ao funcionamento irregular do mercado.

Com efeito, sugere-se que a Minuta passe a contemplar:

- i. Mecanismo de revisão anual das condições de enquadramento à hipótese que ensejou o registro de emissor estrangeiro (inciso I ou II, do artigo 1º, do Anexo A); e
- ii. Procedimento de regularização a ser aplicável aos emissores estrangeiros em condição de desenquadramento, prevendo:
  - a. A concessão de prazo de reenquadramento (1 ano);
  - b. Obrigação informacional adicional por parte do emissor estrangeiro, com a inclusão da condição de desenquadramento no formulário de referência a ser apresentado pelo emissor; e
  - c. Obrigação de resgate da totalidade dos BDRs em circulação, através de procedimento equivalente ao de oferta pública de aquisição, caso não seja alcançado o reenquadramento no prazo de regularização; e
  - d. cancelamento de ofício pela CVM do registro do programa de BDR e do registro do emissor, caso não seja alcançado o reenquadramento no prazo de regularização.

### 3. CONCLUSÃO

Por todo o exposto, apresentamos os seguintes comentários finais e sugestões de alteração da Minuta, submetida à audiência pública SDM nº 08/19:

- 1) Sugere-se a seguinte redação para o inciso I, do caput do artigo 1º, do Anexo A, da Minuta:

*“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 se enquadrem em uma das seguintes condições:*

*I – Os emissores estrangeiros constituídos sob a forma companhias abertas ou assemelhadas devem apresentar, cumulativamente:*

- (a) 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;*
- (b) como controlador, direta ou indiretamente, residentes no exterior;*
- (c) a maioria de seus administradores composta por não residentes no Brasil ou por cidadãos estrangeiros; e*
- (d) Seus negócios administrados a partir do exterior; ou (...)*

2) Sugere-se que a Minuta passe a contemplar os seguintes mecanismos e procedimentos:

- i. Mecanismo normativo de revisão anual das condições de enquadramento à hipótese que ensejou o registro de emissor estrangeiro (inciso I ou II, do artigo 1º, do Anexo A); e
- ii. Procedimento de regularização a ser aplicável aos emissores estrangeiros em condição de desenquadramento, prevendo:
  - 1. A concessão de prazo de reenquadramento (1 ano);
  - 2. Obrigação informacional adicional por parte do emissor estrangeiro, com a inclusão da condição de desenquadramento no formulário de referência a ser apresentado pelo emissor; e
  - 3. Obrigação de resgate da totalidade dos BDRs em circulação, através de procedimento equivalente ao de oferta pública de aquisição, caso não seja alcançado o reenquadramento no prazo de regularização; e
  - 4. Cancelamento de ofício pela CVM do registro do programa de BDR e do registro do emissor, caso não seja alcançado o reenquadramento no prazo de regularização.

Porto Alegre, 28 de fevereiro de 2020.

**CARPENA ADVOGADOS ASSOCIADOS**

***Cesar Augusto Fagundes Verch***

Sócio