



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 03/21 – Processo CVM nº 19957.000017/2019-12

Objeto: Nova regulamentação sobre certificados de depósitos emitidos no Brasil com lastro em ações ou valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior (BDR).

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM para sintetizar as sugestões recebidas no âmbito da Audiência Pública SDM 03/21 e apresentar as respectivas respostas da CVM sobre elas¹.

A audiência teve como objeto duas minutas de resolução para regulamentar os certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro em ações ou em valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior (BDR).

A primeira minuta (“Minuta A”) tem conteúdo similar ao da atual Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000 (“Instrução CVM 332”), que propõe revogar. A segunda minuta (“Minuta B”) traz modificações complementares a outras normas, notadamente à atual Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022 (“Resolução CVM 80”).

As Minutas estiveram disponíveis para comentários do público entre 17 de junho e 30 de julho de 2021. As manifestações recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores², razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

¹ Este relatório é um documento de cunho meramente informacional e acessório às Resoluções editadas. Ele não expressa necessariamente o entendimento do Colegiado da CVM quanto à correta interpretação e alcance da norma editada. Seu objetivo é subsidiar as discussões internas e promover transparência acerca do posicionamento da Autarquia em relação às sugestões recebidas na Audiência Pública.

² http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0321.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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes apenas de redação não estão citados, mas foram levados em consideração na elaboração da proposta definitiva de resolução.

Para apresentar as sugestões recebidas, este relatório está organizado da seguinte forma:

1. Participantes da audiência pública.....	3
2. Comentários à Minuta A.....	3
2.1. Definições (art. 2º)	3
2.2. Lastro da emissão de BDR (arts. 3º e 4º)	13
2.3. Classificação dos programas de BDR (art. 5º)	18
2.4. Programas de BDR Níveis I e II	19
2.4.1. Possibilidade de ofertas públicas de distribuição (arts. 6º e 11, atuais 6º e 12)	19
2.4.2. Responsabilidade pelas informações em programas patrocinados (art. 7º)	24
2.4.3. Prazo de divulgação de informações em programa de BDR Nível I (art. 7º, parágrafo único)	24
2.4.4. Informações exigidas de entidades de investimento (art. 8º)	25
2.5. Programa de BDR Nível III (art. 12, atual art. 13)	27
2.6. Restrições à negociação (arts. 13 a 15, atuais arts. 14 a 16)	33
2.7. Registro de programas de BDR (arts. 16 a 20, atuais arts. 17 a 23).....	38
2.8. Pedido de cancelamento de registro de programa de BDR (art. 20, atual art. 24)...	44
2.9. Deveres e responsabilidades (arts. 21 e 22, atuais arts. 25 e 26).....	45
2.10. Outros comentários à Minuta A.....	48
3. Comentários à Minuta B.....	50
3.1. Alteração da Instrução CVM 476.....	50
3.2. Anexo A (Anexo J à Resolução CVM 80)	51



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.2.1. Novo modelo de vias de acesso para registro como emissor estrangeiro (art. 2º) ..	51
3.2.2. Principal mercado de negociação (art. 3º).....	55
3.2.3. Características do emissor estrangeiro (arts. 4º e 5º)	60
3.2.4. Situações em que o enquadramento na condição de emissor estrangeiro deve ser comprovado (art. 6º).....	68
3.2.5. Entidades de investimento (art. 8º)	70
3.3. Outros comentários à Minuta B.....	72
4. Sugestão para alteração da Instrução CVM 359.....	73

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”); (ii) Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (“APIMEC”); (iii) Aura Minerals Inc. (“Aura Minerals”); (iv) Barbosa Müssnich Aragão Advogados (“BMA”); (v) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); (vi) Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões Advogados (“Chediak Advogados”); (vii) Grupo Leste; (viii) Pinheiro Neto Advogados (“Pinheiro Neto”); (ix) Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia (“SEAE/ME”); (x) Stocche Forbes Advogados (“Stocche Forbes”).

2. Comentários à Minuta A

2.1. Definições (art. 2º)

B3 aponta que o inciso I do art. 2º parece impedir a emissão de BDR não patrocinado lastreado em ADR. Isso porque o dispositivo define BDR como certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro “em ações ou em valores mobiliários representativos de dívida”.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Como existem programas de BDR com lastro em ADR registrados na CVM e admitidos à negociação no mercado, B3 sugere que a referência no inciso I do art. 2º e no **caput** do art. 3º seja substituída por “valores mobiliários, incluindo os representativos de título de dívida”.

Propõe ainda que seja incluída no art. 2º a definição de BDR não patrocinado hoje existente no § 2º do art. 3º da Instrução CVM 332.

A sugestão relativa a BDR com lastro em ADR foi acomodada por meio da menção nos arts. 2º, I, e 3º, **caput** e § 1º, a “certificados de depósito de ações” entre os ativos que podem servir como lastro de BDR. A mera exclusão do termo ações, tornando o BDR passível de ter como lastro quaisquer valores mobiliários, não foi considerada conveniente, diante da diversidade de ativos que poderiam ser abarcados e que demandariam adaptações regulatórias específicas a depender das características de tais ativos.

Ainda a propósito desta definição, cabe frisar que sejam ações, certificados de depósito de ações ou os valores mobiliários representativos de dívida, o lastro do BDR deve ser emitido no exterior.

Em relação à proposta de inclusão de definição de “BDR não patrocinado”, a sugestão não foi considerada necessária, uma vez que os termos “programa” e “programa patrocinado”, já definidos, permitem que se compreenda o sentido da expressão “BDR não patrocinado”.

ANBIMA e Chediak Advogados discordam da definição de emissor estrangeiro inserida no inciso IV do art. 2º e sugerem que seja mantida a atual definição de “companhias abertas ou assemelhadas”.

ANBIMA afirma que as características indicadas no inciso IV do art. 2º não devem ser exaustivas e devem funcionar apenas como forma de permitir o enquadramento do emissor como companhia aberta, quando esse termo não for o utilizado em outras jurisdições.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA compreende que condicionar o enquadramento do emissor na condição de estrangeiro ao atendimento de todos os requisitos previstos nas alíneas “a” a “f” do inciso IV do art. 2º trará dificuldades práticas especialmente no caso de programas não patrocinados. Argumenta que, nesses casos, a ausência de vínculo contratual com o emissor pode dificultar o acesso a informações ou demandar custos para a confirmação do enquadramento do emissor nos requisitos da norma por meio da contratação de **legal opinions**.

Tendo em vista que o art. 4º da Lei 6.404, de 1976, considera companhia aberta o emissor que tem seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercado organizado de valor mobiliário, ANBIMA sugere que o inciso IV do art. 2º seja modificado para prever que os requisitos das alíneas “a” a “f” serão considerados apenas para caracterizar uma companhia como assemelhada a companhia aberta.

Chediak Advogados argumenta, por sua vez, que a definição atual de emissor estrangeiro é utilizada desde a Resolução CMN 2.318, de 1996, que fixou que os BDR deveriam estar lastreados em valores mobiliários emitidos por “companhia aberta ou assemelhada”. Observa que a regulamentação da CVM sobre BDR evoluiu desde então sem que a definição de emissor estrangeiro fosse alterada, mas que, agora, a própria norma proposta indicou as características essenciais que uma entidade deve possuir para ser considerada assemelhada a uma companhia aberta brasileira.

Chediak Advogados chama a atenção que as características previstas no inciso IV do art. 2º têm como base o entendimento emitido pelo Colegiado no Processo CVM nº 19957.007302/2020-90 e salienta concordar com o entendimento divergente emitido pelo Diretor Alexandre Costa Rangel, que defendeu que a regulação não autoriza a CVM a emitir juízo de valor sobre disposições societárias internas das companhias estrangeiras que solicitam registro ou a propor ajustes ao conteúdo jurídico de regras societárias desses emissores.

Para o escritório, a definição aberta de “companhias abertas ou assemelhadas” já permitiria à CVM evitar disposições societárias divergentes dos princípios por ela entendidos como fundamentais para a proteção do investidor.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Chediak Advogados afirma que, ao aproximar a definição de emissor estrangeiro do conceito de companhia aberta no Brasil, a norma (a) se torna inflexível e rígida, (b) impõe uma análise de mérito sobre a legislação estrangeira e (c) limita a entrada de emissores estrangeiros em nosso mercado.

A norma buscou trazer maior previsibilidade e segurança jurídica para emissores ao traduzir o conceito aberto de entidade “assemelhada” a companhia aberta brasileira a partir de uma lista de elementos objetivos que asseguram a referida similaridade. Sem um rol de características que cumpra esse papel, a avaliação sobre a similaridade requerida, de todo modo, precisaria ser feita, mas se daria em decisões esparsas na análise dos pedidos de registro de programas de BDR que viessem a ser apresentados ao longo do tempo. Consequentemente, haveria maiores desafios de assimilação e de interpretação consistente do conteúdo da norma pelos participantes do mercado.

É importante ressaltar que os elementos enumerados no art. 2º, IV, estão de acordo com decisão unânime do Colegiado em 5.1.2021, que orientou requerentes a observá-los nos casos ocorridos a partir de então. Desse modo, a norma vem incorporar uma orientação já proferida, e não impor novas restrições que possam, como alegado, afastar emissores estrangeiros do mercado brasileiro.

Também é válido destacar que o art. 2º, IV, contempla atributos objetivamente verificáveis, que não requerem diligências extensas e onerosas por parte dos agentes envolvidos no registro do programa de BDR e muito menos juízo de valor sobre disposições societárias internas dos emissores estrangeiros.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

A alínea “b” do inciso IV do art. 2º exige que a responsabilidade dos acionistas do emissor estrangeiro seja limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

ANBIMA e Stocche Forbes sugerem que o dispositivo mencione também os titulares de outros valores mobiliários de emissão do emissor estrangeiro com responsabilidade limitada ao



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

preço de emissão dos valores mobiliários adquiridos ou subscritos, dado que o art. 3º indica que não só ações, mas também valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior podem servir de lastro para emissão de BDR.

O dispositivo trata da caracterização do emissor estrangeiro, não dos ativos que podem servir como lastro para BDR. Nesse sentido, as referências a “acionistas” e “ações” são necessárias neste dispositivo, pois replicam para os emissores estrangeiros um atributo essencial das companhias abertas brasileiras, em linha com o propósito do art. 2º, IV, de substituir o conceito de emissor assemelhado a uma companhia aberta. Isso não impede que os valores mobiliários representativos de dívida do emissor estrangeiro que reúnam tais características sejam lastro de BDR.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

A alínea “c” do inciso IV do art. 2º prevê que as ações emitidas pelo emissor estrangeiro devem estar admitidas à negociação em mercado organizado.

ANBIMA propõe que o dispositivo se refira também à listagem e à admissão dos valores mobiliários que servem de lastro para os BDR em plataformas eletrônicas de negociação ou depositários centrais.

ANBIMA aponta que o art. 3º admite valores mobiliários representativos de dívida como lastro para BDR e tais valores mobiliários podem ser negociados no exterior em entidades que não se encaixam na definição de mercado organizado, como ocorre no caso da **Depository Trust & Clearing Corporation** (DTCC).

Sendo assim, entende necessária a inclusão das plataformas eletrônicas de negociação e depositários centrais na redação da alínea “c” do inciso IV do art. 2º para que o alcance do dispositivo não fique limitado. Alerta também para a necessidade de referência ao depósito em depositário central no § 6º do art. 3º do novo Anexo 32-1 constante da Minuta B, caso a sugestão seja 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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Grupo Leste, por outro lado, pede a exclusão da alínea “c” do inciso IV do art. 2º, pois há emissores estrangeiros que emitem apenas dívida no mercado de capitais e, nesse caso, suas ações não estarão admitidas à negociação em mercado organizado de valores mobiliários.

Já Stocche Forbes sugere que a exigência de admissão à negociação em mercado organizado se refira não só às ações, mas também a outros valores mobiliários de emissão do emissor estrangeiro.

Inicialmente, vale reiterar que o art. 2º, IV, enuncia características cuja presença tornam o emissor estrangeiro “assemelhado” a companhia aberta brasileira, termo antes utilizado na regulamentação e que se pretende substituir por uma definição mais detalhada, objetiva e precisa. O dispositivo não trata dos ativos que podem servir como lastro de BDR. Por esse motivo, optou-se por dar à alínea “c” deste dispositivo redação similar àquela adotada pelo art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976. Com isso, a expressão “negociação em mercado organizado de valores mobiliários” foi excluída do dispositivo em questão, sendo substituída por “negociação em mercado de valores mobiliários”.

Em sentido similar, no que diz respeito à menção a “ações” no mesmo dispositivo da Minuta, a CVM concordou com as manifestações dos participantes e substituiu o termo por “valores mobiliários”, também empregado pelo art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976. De fato, a admissão à negociação no mercado de qualquer valor mobiliário emitido, e não necessariamente de suas ações, já aproxima o emissor do conceito de companhia aberta brasileira.

É importante esclarecer que a norma continua a exigir, em seu art. 3º, **caput**, como regra geral, que os valores mobiliários que sirvam como lastro para os BDR estejam admitidos à negociação em mercados organizados, conforme definição da Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022, a qual abarca plataformas eletrônicas de negociação, mas, de fato, não abarca depositários centrais.

O depósito centralizado é uma condição de ampla incidência em âmbito internacional, para que ativos financeiros estejam admitidos à negociação em mercado secundário, sem que tal



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

depósito represente, isoladamente, a observância de regras de conduta ou de padrões mínimos de prestação de informações por parte dos emissores desses valores mobiliários.

A exigência de admissão à negociação em mercados organizados só é afastada, nos termos do art. 3º, § 2º, para valores mobiliários emitidos por emissores brasileiros, os quais necessariamente serão emissores registrados e, conseqüentemente, submetidos às normas e à fiscalização da CVM.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

A alínea “d” do inciso IV do art. 2º exige que o emissor estrangeiro mantenha registro junto a um supervisor local, que também seja responsável por supervisioná-lo.

ANBIMA propõe que o dispositivo passe a exigir apenas que o emissor estrangeiro mantenha “registro de emissor ou registro da emissão dos valores mobiliários que servem de lastro para os BDR” junto a um supervisor local “que 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”.

ANBIMA defende a manutenção da exigência atual da existência de um supervisor local signatário do memorando multilateral da IOSCO por ser um critério mais objetivo, que garante segurança jurídica aos envolvidos ao afastar interpretações subjetivas, além de garantir à CVM a troca de informações.

A participante também argumenta que há jurisdições em que o supervisor local mantém apenas o registro das emissões e propõe que essas opções regulatórias sejam também aceitas pela norma para permitir a emissão de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior.

No mesmo sentido, Grupo Leste propõe que a alínea “d” do inciso IV do art. 2º faça referência à necessidade de “inscrição ou registro”, pois em outras jurisdições pode ocorrer apenas



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

inscrição no supervisor local. Também sugere a exclusão da referência expressa à necessidade de o supervisor local ser responsável por supervisionar o emissor, tendo em vista que o parágrafo único do art. 2º já esclarece que o supervisor local exerce essa função.

A experiência prática da CVM na aplicação da regra e interação com outros reguladores externos demonstrou a importância de que tal agente seja responsável pelo registro e pela supervisão do emissor estrangeiro, para que não se criem lacunas capazes de comprometer a efetividade de ações repressivas e de **enforcement** em geral em relação a eventuais ilícitos cometidos no mercado brasileiro.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

A alínea “f” do inciso IV do art. 2º prevê que as ações emitidas pelo emissor estrangeiro devem ter direito a voto e a dividendos, admitidas limitações a algumas espécies e classes de ações.

ANBIMA propõe que o dispositivo faça referência não só aos acionistas, mas também aos detentores de outros direitos de participação societária ou patrimonial. Também sugere que, além do voto e dividendo, o dispositivo mencione o direito a rendimentos e outras distribuições aplicáveis, admitindo-se a possibilidade de limitação em relação a outros direitos de participação societária ou patrimonial.

Pinheiro Neto sugere que o dispositivo permita expressamente não apenas limitações ao direito a voto e a dividendos entre as espécies e classes de ações, mas também diferenciações. A intenção é evitar questionamentos sobre a adequação de emissores estrangeiros que emitam ações com voto plural ou **dual-class shares**, já que nesses casos não há exatamente uma limitação, mas sim uma distinção feita a uma determinada espécie ou classe de ações.

Stocche Forbes sugere que a norma esclareça que essa exigência só é aplicável caso o BDR seja lastreado em ações.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O acréscimo sugerido por Pinheiro Neto foi incorporado à norma, por se tratar de mera explicitação da intenção original da Minuta A.

Os demais ajustes sugeridos por ANBIMA e Stocche Forbes não foram considerados convenientes. A esse respeito, novamente cabe reiterar que o art. 2º, IV, trata da definição de emissor estrangeiro, tendo por referência uma companhia aberta brasileira, e não do ativo específico que pode ser lastro do BDR. A possibilidade de BDR terem como lastro valores mobiliários distintos de ações continua preservada; o dispositivo se refere a acionistas, votos e dividendos apenas para assegurar que se trata de um emissor “assemelhado” àqueles presentes no mercado de capitais brasileiro.

Tal equiparação com agentes que atuam no mercado brasileiro é importante para prevenir assimetrias regulatórias, especialmente as que favoreçam e estimulem artificialmente o uso de estruturas jurídicas estrangeiras em detrimento daquelas que o legislador reputou adequadas para tutela da poupança popular nacional ao editar a Lei nº 6.404, de 1976, e confiar à CVM sua regulamentação.

ANBIMA sugere a inclusão de 3 novos parágrafos no art. 2º para prever que:

(a) a CVM pode autorizar, mediante pedido prévio, o registro de programas de BDR em que o emissor estrangeiro não preencha todos os requisitos previstos no inciso IV do art. 2º;

(b) o emissor estrangeiro fica dispensado do cumprimento das alíneas “b”, “e” e “f” do inciso IV do art. 2º, caso as entidades administradoras de mercado organizado, plataformas eletrônicas de negociação ou depositários centrais nos quais o valor mobiliário representativo de dívida que serve de lastro esteja admitido exijam a divulgação de prospectos, lâminas, sumários, ou informações a respeito do emissor e do valor mobiliário que permitam aos investidores uma tomada de decisão de investimento fundamentada;



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(c) o emissor estrangeiro de valor mobiliário representativo de dívida que serve de lastro para BDR fica também dispensado de reunir as características listadas na alínea “d” do inciso IV do art. 2º caso a regulação estrangeira dispense os registros previstos e desde que:

- os valores mobiliários sejam listados ou admitidos junto a entidade administradora de mercados organizados, plataformas eletrônicas de negociação ou depositários centrais em jurisdição cujo supervisor local 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
- tais entidades ou o supervisor local exijam a divulgação de prospectos, lâminas, sumários ou informações a respeito do emissor estrangeiro e dos valores mobiliários que servem como lastro para os BDR que permitam aos investidores uma tomada de decisão fundamentada.

De acordo com ANBIMA, a proposta procura flexibilizar o conceito de emissor estrangeiro, bem como evitar que as exigências das alíneas “b”, “e” e “f” do inciso IV do art. 2º restrinjam programas de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de títulos de dívida, impactando um mercado já consolidado. A participante alega que diversas emissões de títulos de dívida existentes no exterior são feitas por veículos, subsidiárias ou até mesmo filiais de companhias domiciliadas no Brasil ou no exterior, e que as bolsas de valores onde os títulos são negociados usualmente exigem a divulgação em sua página de prospectos ou sumários da emissão.

ANBIMA também entende importante considerar que há casos em que a regulação local dispensa o registro do emissor estrangeiro ou da emissão (como ocorre nos termos da **Rule 144A** e da **Regulation S**).

A possibilidade de dispensas específicas de exigências da norma por parte da CVM, quando justificadas à luz das circunstâncias de caso concreto, é sempre admitida. No entanto, a CVM não vê razão para prever antecipadamente dispensa de requisitos instituídos na norma, especialmente



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

por resultarem de casos que atestaram sua necessidade e motivaram a reforma normativa em exame.

Adicionalmente, os objetivos do art. 2º, IV, não são passíveis de serem alcançados por exigências de caráter informacional aplicáveis aos emissores estrangeiros, logo não podem ser compensados por novas exigências de prestação de informações que venham a ser acrescidas à norma. A disponibilidade de informações para a decisão dos investidores é, de fato, extremamente importante, mas é uma questão apartada, da qual já se ocupam diversos outros dispositivos da norma.

O mesmo argumento se aplica em relação ao supervisor local: os requisitos do art. 2º, IV, são pertinentes e relevantes independentemente dos atributos do supervisor local e da celebração de acordos de cooperação com a CVM ou de sua condição de signatário do memorando multilateral de entendimento da OICV, o que, cabe lembrar, é requisito para emissão de BDR, nos termos do art. 4º.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

ANBIMA sugere que o parágrafo único do art. 2º também admita que o supervisor divida a responsabilidade de supervisão com entidades administradoras dos mercados organizados locais, plataformas eletrônicas de negociação ou depositários centrais.

A redação do art. 2º, parágrafo único, já permite o efeito visado pelo participante, logo o ajuste sugerido não foi considerado necessário.

2.2. Lastro da emissão de BDR (arts. 3º e 4º)

Reiterando proposta feita na Audiência Pública SDM 8/2019, B3 sugere que o art. 3º permita de forma expressa a criação de BDR lastreado em título de dívida soberana emitido por jurisdição estrangeira.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 afirma que as recentes discussões com o mercado sobre BDR de dívida trouxeram novamente à pauta a possibilidade de que o lastro seja tanto uma dívida corporativa quanto soberana, de modo que seria conveniente admitir esse tipo de lastro no mercado brasileiro, por servir como diversificação a investidores que buscam exposição ou **hedge** em ativos desse tipo no exterior, além de possuírem maior liquidez e menor risco de crédito.

B3 compreende que os critérios colocados na norma para definir um emissor estrangeiro não se aplicariam ao caso do BDR de dívida soberana, uma vez que o emissor representa uma autoridade governamental. Assim, sugere que os critérios para o registro do emissor nesses casos sejam definidos em regulamentos das entidades administradoras de mercado aprovados pela CVM.

Dessa forma, propõe que seja incluído novo parágrafo no art. 3º para prever que somente títulos de dívida soberana emitidos por autoridade governamental estrangeira que atenda os requisitos estabelecidos pelas entidades administradoras de mercado organizado em regulamento aprovado pela CVM podem servir de lastro para a emissão de BDR.

Sugere ainda que seja incluído novo parágrafo no art. 15 para que a negociação desse tipo de BDR, inicialmente, fique restrita a investidores qualificados.

A criação de mecanismos que viabilizem a negociação no mercado brasileiro de dívida soberana estrangeira envolve aspectos de política macroeconômica que vão além daqueles pelos quais cabe à CVM zelar, o que desaconselha que uma eventual decisão nesse sentido seja tomada de modo incidental em audiência pública iniciada com objetivo diverso.

Ademais, as exigências de caráter informacional previstas na regulamentação, mesmo no caso de BDR nível I, envolvem divulgação de fatos relevantes, demonstrações financeiras e



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

assembleias, ou seja, pressupõem um emissor que seja participante do mercado de capitais, e não uma pessoa jurídica de direito público no exterior³.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

ANBIMA propõe que o art. 3º permita que os BDR também possam ser emitidos com lastro em ações ou valores mobiliários representativos de títulos de dívida listados ou admitidos à negociação em plataformas eletrônicas de negociação ou depositários centrais de valores mobiliários com sede no exterior, em linha com sua sugestão feita para o art. 2º.

SEAE/ME entende que o **caput** do art. 3º gera impacto anticompetitivo, notadamente quanto ao BDR Nível I. Isso porque o dispositivo cria uma exigência hoje não existente de que os valores mobiliários que servem de lastro devem ser negociados em mercado organizado no exterior, o que termina por limitar as opções dos clientes e o número ou variedade de fornecedores.

Dessa forma, propõe que seja acrescentado novo parágrafo no art. 3º para dispensar o programa de BDR Nível I patrocinado ou não da aplicação do disposto no **caput** desse artigo. Sugere também que o inciso I do art. 6º seja ajustado de acordo com essa proposta.

Como anteriormente observado, a referência a “mercados organizados”, tendo em vista a forma como definido na Resolução CVM nº 135, de 2022, abarca o que é usualmente referido como plataformas eletrônicas de negociação, atendendo assim, em parte, as questões levantadas pelos participantes.

Ainda sobre as sugestões de ambos os participantes, até mesmo em razão da significativa amplitude do conceito de “mercado organizado”, a CVM não considerou adequado, como regra geral, expandir ainda mais o rol de ativos que podem servir como lastro de BDR negociados no Brasil, abarcando ativos além daqueles admitidos à negociação em mercado organizado, como

³ A propósito das dificuldades de compatibilização das regras de mercado de capitais com títulos de dívida soberana, vale mencionar que os títulos de dívida pública federal, estadual e municipal são expressamente excluídos do regime da Lei nº 6.385, de 1976, nos termos de seu art. 2º, § 1º, I.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

desejavam os participantes. Se assim o fizesse, a norma prescindiria da possibilidade de contar com um juízo de admissibilidade da entidade administradora do mercado e da incidência de regras de prestação de informações a investidores, ambos elementos relevantes para a preservação da higidez do mercado brasileiro.

Contudo, indo ao encontro dos comentários recebidos, foi prevista uma exceção da exigência de negociação em mercado organizado para os títulos de dívida emitidos por emissor brasileiro. Dado que a norma já requer que o emissor seja registrado perante a CVM – estando, ademais, sujeito às regras e à supervisão da Autarquia –, foi admitida a possibilidade de tais títulos representarem o lastro de BDR, mesmo quando não negociados em mercados organizados (art. 3º, § 2º).

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

Por fim, cabe enfatizar que a exigência de que o lastro do BDR seja admitido à negociação no exterior se aplica a qualquer espécie de valor mobiliário que represente esse lastro, ou seja, ações, certificados de depósito de ações ou valor mobiliário representativo de dívida.

O § 2º do art. 4º prevê que, caso os valores mobiliários que servem de lastro sejam admitidos à negociação em mais de um país, a exigência do **caput** do art. 4º (existência de acordo de cooperação entre a CVM e o supervisor local) passa a se aplicar ao país em que se situa o principal mercado dos valores mobiliários que servem de lastro.

ANBIMA sugere que o dispositivo seja modificado para exigir apenas que exista acordo de cooperação entre a CVM e o supervisor local em, ao menos, um dos países onde os valores mobiliários que servem de lastro sejam negociados.

Grupo Leste, por outro lado, propõe que o principal mercado de negociação do emissor estrangeiro possa ser o brasileiro, em linha com seus comentários ao **caput** e inciso I do art. 3º do Anexo A à Minuta B (vide item 3.2.2 deste 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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O dispositivo não representa nova restrição imposta pela regulamentação, pois mantém a estrutura lógica do art. 2º, § 2º, da Instrução CVM 332, com adaptação apenas de terminologia, aproveitando-se do conceito de “principal mercado de negociação” que também é utilizado em outros locais dessa norma. A análise do comentário trazido pelo participante Grupo Leste a respeito desse conceito será tratada adiante neste relatório.

Ademais, a CVM considera importante contar com a cooperação do supervisor local do principal mercado de negociação do emissor, pois nesta localidade em particular tendem a ocorrer eventos que impactam a negociação de BDR no Brasil.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

ANBIMA e Grupo Leste propõem que seja excluída a previsão do § 3º do art. 4º de que a CVM pode determinar o cancelamento de programas de BDR lastreados em valores mobiliários admitidos à negociação e custodiados em países cujo supervisor local seja ou passe a ser considerado não-cooperante, para fins de assistência mútua para troca de informações.

ANBIMA entende que a previsão fere a segurança jurídica, traz instabilidade para os investidores de BDR, impacta a atratividade dos papéis e afasta a atratividade do registro de potenciais novos emissores estrangeiros.

Caso a sugestão não seja acatada, ANBIMA propõe, alternativamente, que o cancelamento do programa se dê caso se constate que as eventuais irregularidades não foram sanadas pelo emissor estrangeiro dentro do prazo determinado pela CVM. Propõe também que, de qualquer modo, o cancelamento seja necessariamente aprovado pela maioria dos titulares de BDR em circulação.

Grupo Leste compreende que a previsão é extremamente gravosa e que os principais prejudicados serão os próprios investidores que a CVM pretende proteger. Ressalta que na redação proposta o cancelamento do programa poderia ocorrer mesmo que o emissor estivesse com em dia com todas as suas obrigações, causando grande insegurança jurídica.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Grupo Leste entende que o cancelamento só deveria ocorrer após um descumprimento relevante por parte do emissor de suas obrigações.

Inicialmente, é importante registrar que, na hipótese do art. 4º, § 3º, a insegurança jurídica decorre da cessação da cooperação por parte de supervisor local estrangeiro, e não de qualquer medida que a CVM venha a tomar em resposta a esse evento.

À semelhança do que ocorre em outros casos capazes de ensejar suspensão ou cancelamento de registro de participantes junto à CVM, os titulares de BDR no momento do cancelamento do programa podem ser adversamente afetados por essa medida. Entretanto, deve-se sopesar o interesse desse grupo de agentes com o do público de potenciais investidores afetados pela persistência do cenário de ausência de cooperação do supervisor estrangeiro.

Assim, é necessário que a norma contemple a *possibilidade* de cancelamento do programa. Entretanto, é de se ressaltar que essa não é uma medida de aplicação automática, podendo a CVM avaliar as alternativas disponíveis se o cenário de não-cooperação se concretizar, o que não é frequente e, de fato, tampouco se tem registro de que tenha ocorrido no histórico recente.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

2.3. Classificação dos programas de BDR (art. 5º)

O § 3º do art. 5º indica que um programa de BDR patrocinado não pode ser instituído enquanto estiver vigente um programa não patrocinado de BDR com lastro nos mesmos valores mobiliários.

ANBIMA compreende que os programas patrocinados devem ter primazia em relação aos programas não patrocinados e que a previsão da norma permitiria uma “corrida” por programas não patrocinados pelas instituições depositárias que acabaria por bloquear a instituição de programas 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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em função disso, sugere que a norma passe a prever que, caso o emissor opte por patrocinar um programa de BDR, os programas não patrocinados existentes devem ser cancelados e as instituições depositárias, que instituíram esses programas por sua conta e risco, devem transferir os BDR à instituição depositária objeto do programa patrocinado.

B3 também entende que o BDR patrocinado deve ter preferência e que o emissor deve poder lançar um programa desse tipo mesmo na vigência de um programa não patrocinado. A participante destaca que os programas patrocinados são utilizados por emissores que desejam distribuir seus valores mobiliários no mercado e captar recursos, o que traz mais benefícios ao mercado, notadamente quanto à liquidez e às informações prestadas ao investidor.

Em função disso, sugere que o § 3º seja modificado para prever que, caso seja constituído um programa de BDR patrocinado, os programas não patrocinados existentes devem ser convertidos em BDR patrocinado.

SEAE/ME argumenta que o § 3º do art. 5º limita as opções dos investidores e diminui o incentivo à competição ao proibir a instituição de um programa de BDR patrocinado enquanto estiver vigente um programa não patrocinado tendo como lastro os mesmos valores mobiliários. Em função disso, propõe a exclusão do dispositivo.

Em vista das manifestações recebidas, a CVM alterou o dispositivo, tendo adotado redação similar à sugerida por ANBIMA, que trata expressamente do dever da instituição depositária do programa não patrocinado original em, se for o caso, solicitar a transferência do programa à nova instituição depositária que a suceder em programa patrocinado.

2.4. Programas de BDR Níveis I e II

2.4.1. Possibilidade de ofertas públicas de distribuição (arts. 6º e 11, atuais 6º e 12)

B3, BMA, Chediak Advogados, Pinheiro Neto, SEAE/ME e Stocche Forbes sugerem que o inciso IV do art. 6º e o inciso III do art. 11 sejam alterados para passar a permitir a realização de



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

distribuição pública com esforços restritos, respectivamente, nos programas de BDR Nível I e II, tal como é atualmente possibilitado pela Instrução CVM 332 (art. 3º, § 1º, inciso I, “e”, e inciso II, “c”).

ANBIMA e Grupo Leste também pedem alteração nesse sentido, mas voltada especificamente para o programa de BDR Nível II. A propósito do tema, ANBIMA sugere ainda que a obrigatoriedade de registro de emissor seja excetuada nos casos de BDR Nível II que tenham como lastro títulos de dívida emitidos no exterior por agente que seja dispensado de registro junto ao seu supervisor local.

B3 entende que a possibilidade de realização de ofertas com esforços restritos nos programas de BDR Patrocinado Nível I e II é importante para o emissor que busca captar recursos junto ao investidor brasileiro, conforme indicado pela CVM na Audiência Pública SDM 07/2016. Salienta que a possibilidade de captação é o que justificaria a opção pelo BDR Nível I patrocinado.

Também argumenta que nos EUA há a possibilidade de emitir ADR sob a regra 144A, que isenta de registro a oferta de valores mobiliários que cumpra determinados requisitos, como, por exemplo: (i) ser direcionada apenas a investidores qualificados, conforme definido pelo normativo; (ii) confira a adequada publicidade aos compradores de que a oferta não é registrada sob os termos do **Securities Act**; (iii) não abranja valores mobiliários que, quando emitidos, sejam da mesma classe daqueles admitidos à negociação em bolsas de valores ou em um **automated inter-dealer quotation system**; e (iv) haja disponibilização de demonstrações financeiras e outras informações relativas ao negócio do emissor, seja em bases contínuas, por obrigação regulamentar, ou, nos demais casos, mediante solicitação do comprador.

Para B3, as emissões de ADR nos termos da regra 144A são similares às atualmente autorizadas pela norma da CVM para emissões de BDR sob a égide da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução CVM 476”).

BMA entende que a restrição à oferta pública é contraditória com a regra da própria norma que permite que o BDR Nível I e Nível II sejam livremente negociados por qualquer investidor. Salienta que, se o BDR Nível I e Nível II podem ser adquiridos no mercado secundário pelos investidores em geral, inclusive de varejo, não haveria motivo para restringir que investidores



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

profissionais possam adquiri-los em ofertas públicas primárias ou secundárias com esforços restritos, conforme prevê a regra atualmente em vigor.

BMA compreende que, com o regime de responsabilidades atribuídas aos intermediários em ofertas restritas, a possibilidade de realizar ofertas desses valores mobiliários a investidores profissionais não agrega nenhum risco ou custo regulatório adicional.

O escritório também entende que não está claro como a restrição de captação de recursos via BDR Nível I e Nível II seria benéfica ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Afirma que o BDR gera o duplo benefício de (a) oferecer aos investidores brasileiros oportunidades de investimento internacionais, adicionando ativos com fatores de risco menos relacionados ao mercado local; e (b) atrair emissores estrangeiros para o mercado de capitais brasileiro, fomentando o desenvolvimento e a liquidez do mercado e a oferta de produtos mais diversificados no país.

BMA ressalta que, em virtude da força das instituições locais e da sofisticação da regulamentação específica, em especial quando comparada à de nações vizinhas, o mercado de capitais brasileiro tem grande potencial para se tornar um polo de investimentos na região. Para o participante, os programas de BDR, que tiveram um crescimento bastante relevante nos últimos dois anos, podem ser um instrumento importante para esse desenvolvimento.

Chediak Advogados acredita que, do ponto de vista do investidor, a impossibilidade de realização de qualquer oferta pública de distribuição mina o aumento no quadro de serviços e produtos à sua disposição. Isso porque, para os emissores estrangeiros, os programas de BDR Nível I e II deixam de ser um instrumento eficiente de captação, restando apenas a via dos programas de BDR Nível III, em que pesam os custos diretos e indiretos consequentes aos requisitos informacionais e estruturais exigidos.

Por sua vez, Pinheiro Neto defende que a restrição do inciso IV do art. 6º e do inciso III do art. 11 é contraditória com a previsão de que os BDR Nível I e II podem ser negociados pelo público em geral no mercado secundário, de forma que não haveria motivo para impedir que investidores profissionais possam adquirir esses valores mobiliários em ofertas públicas primárias ou secundárias realizadas nos termos da Instrução CVM 476, conforme atualmente permitido.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Também não estaria claro para o participante como a restrição de captação de recursos via BDR Níveis I e II seria benéfica ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, dado que a restrição proposta reduziria a atratividade do mercado de capitais brasileiro para os potenciais novos emissores.

SEAE/ME acredita que as restrições impostas no inciso IV do art. 6º e no inciso III do art. 11 podem reduzir as opções dos investidores, diminuir o número ou variedade de fornecedores e atenuar o incentivo à competição.

Stocche Forbes afirma que a vedação à realização de distribuição pública nos programas de BDR Níveis I e II desestimularia a emissão desses instrumentos. Para o participante, a captação de recursos da poupança popular por meio de programas de BDR Nível I é benéfica para o emissor e para os investidores, e contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Ao defender a manutenção da possibilidade atual de realização de oferta pública com esforços restritos nos programas de BDR Nível II (inciso III do art. 11), ANBIMA alega que essa permissão não traz prejuízo ao mercado e aumenta a flexibilidade dos emissores estrangeiros para aproveitar oportunidades de mercado no Brasil.

ANBIMA salienta que a manutenção da possibilidade atual de realização de oferta pública com esforços restritos nos programas de BDR Nível II aumentaria a atratividade desse tipo de programa e também permitiria diferenciá-lo dos programas de BDR Nível I e Nível III.

Caso essa sugestão seja acatada, ANBIMA e Grupo Leste alertam para a necessidade de modificação da Minuta B para incluir referência aos programas de BDR patrocinados Nível II no inciso XIV do § 1º do art. 1º e no inciso I do art. 13 da Instrução CVM 476.

A proposta originalmente apresentada à Audiência Pública tinha, dentre outros, o objetivo de restabelecer uma maior sistematicidade na gradação interna entre os níveis dos programas, que foi sendo mitigada ao longo do tempo com sucessivas flexibilizações nos Níveis I e II, em especial no que diz respeito à realização de ofertas públicas. Nesse sentido, a Minuta A reservava a



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

realização de ofertas públicas aos BDR Nível III. Todavia, a CVM reconsiderou essa abordagem, pelas razões descritas a seguir.

Em primeiro lugar, foi levado em consideração que os casos concretos que despertaram maior preocupação com um reforço das proteções a investidores, motivando a iniciativa da reforma da regra – e mesmo casos mais recentes verificados após a realização da Audiência Pública – não envolviam ofertas públicas de distribuição de BDR Níveis I e II, voltadas a investidores profissionais. Ao contrário, em sua maioria, os casos diziam respeito a emissores estrangeiros registrados e um apelo ao público investidor em geral, e muitas das fragilidades então identificadas (e enfrentadas na presente reforma) estavam na verdade associadas a outros aspectos do programa de BDR, como o papel do supervisor local do emissor estrangeiro, por exemplo. Assim, a experiência prática na aplicação da regra não corrobora uma necessidade de restringir o que atualmente é permitido.

Em segundo lugar, a coerência sistêmica entre níveis de programas de BDR deve também ser buscada no que diz respeito às possibilidades de aquisição dos BDR por meio de ofertas públicas e de negociações no mercado secundário. Como observado pelos participantes BMA e Chediak Advogados, a restrição a ofertas públicas, mesmo quando voltadas apenas a investidores profissionais, é de difícil compatibilização com o fato de que os BDR podem ser adquiridos por um público-alvo mais amplo no mercado secundário.

Essa tensão é particularmente pronunciada no caso dos programas de BDR Nível II, que requerem do emissor estrangeiro a submissão a um regime informacional muito similar ao dos emissores brasileiros e que por esse motivo vêm acompanhados da permissão para a negociação dos BDR pelo público em geral, independentemente do mercado de origem do emissor.

Diante disso, a versão final da regra mantém a possibilidade hoje existente de ofertas de BDR Níveis I e II destinadas exclusivamente a investidores profissionais. Note-se que, com objetivo de preservar as regras sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários em um só local, a Resolução editada faz menção genérica à regulamentação específica sobre ofertas, tendo as



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

restrições de público-alvo sido implementadas por meio de alteração do conteúdo do art. 25, § 2º, da Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022 (“Resolução CVM 160”).

A Resolução CVM 160 foi alterada ainda em seus arts. 9º, 26, 28, 86 e 87, também visando acomodar as ofertas públicas de BDR no arcabouço regulatório de ofertas públicas. Buscou-se, como regra geral, dar às ofertas de BDR tratamento similar ao que seria destinado caso se tratasse de uma oferta do valor mobiliário que constitui o lastro do BDR. Assim, ofertas de BDR com lastro em ações e com lastro em valores mobiliários representativos de dívida passam a ser tratados de modo diferenciado na Resolução CVM 160.

2.4.2. Responsabilidade pelas informações em programas patrocinados (art. 7º)

ANBIMA propõe alterações no inciso II do art. 6º e no art. 8º para que a instituição depositária somente seja responsável pela divulgação das informações periódicas e eventuais previstas no arts. 7º e 8º quando se tratar de programa de BDR Nível I não patrocinado. ANBIMA entende que nos programas patrocinados a obrigação de divulgação deve ser atribuída ao emissor.

Considerando que o emissor de BDR Nível I, ainda que patrocinado, não tem sede no Brasil e tampouco é registrado na CVM, a Autarquia considera importante para a efetividade das medidas de supervisão e sanção que tais responsabilidades permaneçam com a instituição depositária. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

2.4.3. Prazo de divulgação de informações em programa de BDR Nível I (art. 7º, parágrafo único)

O parágrafo único do art. 7º trata das informações periódicas e eventuais que devem ser divulgadas pela instituição depositária nos programas não patrocinados Nível I e indica que a divulgação dessas informações deve ocorrer até a abertura do pregão do dia seguinte ao de sua divulgação no exterior.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA sugere que o dispositivo também faça referência ao início do funcionamento das plataformas eletrônicas de negociação ou depositários centrais, em linha com sua sugestão de alteração para a alínea “c” do inciso IV do art. 2º (vide item 2.1 deste relatório).

Já Pinheiro Neto propõe que o art. 7º indique que a instituição depositária de programa não patrocinado Nível I deve divulgar as informações indicadas até a abertura do pregão do dia seguinte ao de sua “primeira divulgação”.

A norma foi ajustada de modo similar ao sugerido por Pinheiro Neto, com objetivo de tornar mais claro seu sentido. A proposta de ANBIMA não foi considerada necessária, pois o “pregão” mencionado no dispositivo é aquele ocorrido no Brasil. De todo modo, a norma foi adaptada também para trazer maior clareza a respeito desse aspecto.

2.4.4. Informações exigidas de entidades de investimento (art. 8º)

SEAE/ME acredita que os §§ 1º, 2º e 3º do art. 8º têm impacto anticompetitivo, pois, ao exigirem informações adicionais quando a emissora dos valores mobiliários utilizados como lastro for uma entidade de investimento, esses dispositivos estabelecem uma discriminação contra esse tipo de emissor, ao contrário da regulamentação atualmente em vigor. Para a Secretaria, os §§ 1º, 2º e 3º do art. 8º podem limitar o número e a variedade de fornecedores, reduzir a concorrência entre espécies de emissores e as opções de clientes.

A nova norma sobre BDR promove efeito oposto ao comentado pelo participante, ao reduzir a insegurança jurídica sobre a possibilidade de valores mobiliários emitidos por entidades de investimento servirem como lastro para BDR, que passa a estar expressamente admitida. Em casos concretos já verificados, isso foi objeto de dúvidas, inclusive pela ausência de exigências de caráter informacional pertinentes a esse tipo de emissor.

O art. 8º, em seus §§ 1º, 2º e 3º, apenas faz a necessária adequação de exigências de caráter informacional, originalmente concebidas para aplicar-se a companhias abertas numa acepção mais



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

estrita do termo, para outros agentes que podem ser estrutural e funcionalmente mais próximos ao agente que no Brasil assume a forma de fundo de investimento. Portanto, a sugestão não foi aceita.

O inciso II do art. 11 exige o registro na CVM do emissor estrangeiro no caso de programa de BDR patrocinado Nível II.

ANBIMA solicita que o inciso II do art. 11 seja alterado para dispensar o registro do emissor na CVM quando (a) o BDR for lastreado em valores mobiliários representativos de títulos de dívida e (b) a regulação estrangeira dispensar o emissor estrangeiro de registro junto ao supervisor local, desde que, em linha com a alteração do art. 2º proposta pela participante (vide item 2.1 deste relatório):

- os valores mobiliários que servem de lastro sejam listados ou admitidos junto a entidade administradora de mercados organizados, plataformas eletrônicas de negociação ou depositários centrais em jurisdição cujo supervisor local 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
- tais entidades ou o supervisor local exijam a divulgação de prospectos, lâminas, sumários ou informações a respeito do emissor estrangeiro e dos valores mobiliários que servem como lastro para os BDR que permitam aos investidores uma tomada de decisão fundamentada.

De acordo com ANBIMA, a sugestão procura permitir programas de BDR lastreados em valores mobiliários de dívida emitidos por emissores estrangeiros dispensados de registro junto ao supervisor local pela regra do país de origem (como ocorre nas emissões de **bonds** e **notes** feitas por companhias fechadas nos termos da **Rule 144A** ou **Regulation S**), mas obrigados à divulgação de informações a investidores.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O registro de emissor junto à CVM, com a submissão ao regime informacional brasileiro, é uma das características centrais do programa de BDR Nível II e que o diferencia do programa de BDR Nível I, o qual representa a alternativa disponível para os emissores que considerem a obtenção e manutenção do registro excessivamente onerosas para os fins que busquem atingir.

Adicionalmente, as medidas condicionantes sugeridas pelo participante como contrapartida à dispensa de registro já são as mesmas ou muito similares a outras previstas na norma e aplicáveis a todos os programas de BDR. A celebração de acordo entre a CVM e o supervisor local está prevista no art. 4º e, por seu turno, o art. 8º já prevê, mesmo no caso de BDR Nível I, a divulgação no Brasil de todas as informações que o emissor estiver obrigado a divulgar no exterior.

De todo modo, a mera disponibilidade de “prospectos, lâminas, sumários ou similares”, cujo conteúdo, forma e periodicidade são definidos nos termos de legislação estrangeira, não deve ser equiparada ao registro na CVM e a prestação de informações nos moldes aplicáveis aos emissores nacionais e já conhecidos pelos participantes do mercado brasileiro.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

2.5. Programa de BDR Nível III (art. 12, atual art. 13)

ANBIMA solicita que o inciso II do art. 12 seja modificado para dispensar a necessidade de registro do emissor na CVM quando (a) o BDR for objeto de oferta pública com esforços restritos, e (b) quando o lastro da emissão for valor mobiliário representativo de títulos de dívida e a regulação estrangeira dispensar o emissor estrangeiro de registro junto ao supervisor local e desde que, em linha com a alteração do art. 2º proposta pela participante (vide item 2.1 deste relatório):

- os valores mobiliários sejam listados ou admitidos junto a entidade administradora de mercados organizados, plataformas eletrônicas de negociação ou depositários centrais em jurisdição cujo supervisor local tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV; e

- tais entidades ou o supervisor local exijam a divulgação de prospectos, lâminas, sumários ou informações a respeito do emissor estrangeiro e dos valores mobiliários que servem como lastro para os BDR que permitam aos investidores uma tomada de decisão fundamentada.

Como comentado anteriormente, a dispensa de registro de emissor é uma opção já acomodada pela regulamentação, no âmbito do programa de BDR Nível I. Não se mostra adequado replicar essa dispensa nos demais níveis, especialmente no Nível III, que é aquele que mais se aproxima de conceder ao emissor estrangeiro as mesmas prerrogativas dadas ao emissor local.

Também é válido destacar que, com o ajuste promovido no programa de BDR Nível I, no sentido de permitir a oferta pública destinada exclusivamente a investidores profissionais, o objetivo visado pela participante com sua sugestão resta parcialmente atendido, independentemente das mudanças propostas em relação ao BDR Nível III.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

O inciso III do art. 12 prevê que o programa de BDR patrocinado Nível III caracteriza-se, dentre outros aspectos, pela obrigatoriedade de oferta pública de distribuição. ANBIMA e SEAE/ME pedem para que o dispositivo se refira apenas à “possibilidade” de realização desse tipo de oferta.

ANBIMA entende que deve haver a possibilidade do registro do emissor estrangeiro na CVM sem a obrigação de realização de oferta pública, pois isso facilita o aproveitamento de janelas de mercado, uma vez que o programa já contaria com todo **disclaimer** necessário para um BDR Nível III.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA acredita que a obrigatoriedade forçaria que todas as etapas acontecessem simultaneamente. Alega que a experiência atual indica que a flexibilização não traz prejuízo ao mercado.

O registro do programa guarda relação próxima com a oferta de distribuição dos BDR, a qual, em se tratando de BDR Nível III, pode ser feita diretamente a investidores não considerados qualificados, nos termos de regulamentação específica. De fato, a realização de oferta a esse público é precisamente o que distingue o BDR Nível III dos demais níveis previstos na norma. Assim, para efeitos de supervisão, a CVM considera importante vincular o registro do programa do BDR Nível III à oferta, de modo que ambos possam ser examinados concomitantemente.

Portanto, a sugestão não foi aceita, tendo a exigência de oferta concomitante sido mantida na norma, apesar de deslocada, apenas para fins de clareza, para o dispositivo próprio (art. 21), integrante do capítulo que trata do registro do programa. Desse modo, fica mantida a abordagem adotada pela Instrução CVM 332 em relação ao tema.

Frise-se que o emissor que desejar apenas antecipar-se no registro do programa de BDR com vistas ao aproveitamento de eventuais janelas de mercado tem a opção de pleitear o programa de BDR Nível II e, quando vier a realizar uma oferta, requerer a conversão para o Nível III, nos termos do art. 19.

O inciso I do parágrafo único do art. 12 dispõe sobre as características específicas que as ofertas públicas de distribuição de emissores que patrocinam programas de BDR Nível III devem observar, dentre as quais se inclui a concomitância com oferta pública no exterior.

B3, BMA e Pinheiro Neto afirmam que a redação do inciso III e do **caput** do parágrafo único do art. 12 parece indicar que o requisito de oferta simultânea no exterior seria aplicável a qualquer oferta pública de distribuição de BDR Nível III, inclusive nas ofertas subsequentes.

B3 argumenta que essa exigência limitaria as possibilidades de atuação do emissor estrangeiro no Brasil e comprometeria a consolidação de nosso mercado como um **hub** de captação



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

na região. BMA e Pinheiro Neto, por outro lado, entendem que o intuito da CVM não era alterar esse aspecto do modelo da Instrução CVM 332.

Assim, sugerem ajustes na redação do inciso III e do **caput** do parágrafo único do art. 12 para que a norma indique que as exigências ali previstas se aplicam apenas à oferta inicial.

B3 sugere ainda que seja incluído novo parágrafo no art. 12 para dispensar a exigência de oferta inicial simultânea a oferta no exterior no caso do emissor estrangeiro cujo programa seja registrado nos termos do art. 4º do Anexo A da Minuta B.

A participante acredita que, sendo emissores estrangeiros com histórico de atuação e níveis razoáveis de **free float** e ADTV, a exigência poderia ser dispensada ainda que os requisitos previstos no 4º do Anexo A da Minuta B estejam previstos em regulamento da entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários, conforme por ela sugerido (vide item 3.2.3 deste relatório).

Grupo Leste, por sua vez, mostra preocupação especificamente com a dificuldade de conciliar o cronograma de uma oferta no exterior com o cronograma de uma oferta com esforços restritos no Brasil, que tem procedimento mais ágil. Por conseguinte, sugere que o inciso I imponha a concomitância somente no caso de ofertas públicas registradas na CVM e alerta para a necessidade de ajuste no inciso II do parágrafo único do art. 12, caso a sugestão seja acatada.

ANBIMA, por outro lado, propõe a exclusão de todo parágrafo único do art. 12, citando que, na prática, têm sido comuns ofertas com esforços de distribuição quase que exclusivamente para o Brasil, como apontado pela própria CVM no edital da audiência pública.

A participante afirma que, na maioria das vezes, o emissor estrangeiro está interessado apenas em captar recursos e fixar sua presença no mercado brasileiro de capitais e a exigência de realização de oferta concomitante no exterior é um custo alto e desproporcional. Também aponta que a concomitância das ofertas pode não ser benéfica em função da necessidade de compatibilizar os prazos das ofertas públicas de distribuição no Brasil e no exterior.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em linha com comentários de B3, BMA e Pinheiro Neto, a norma foi modificada de modo que apenas a oferta inicial de distribuição de BDR no Brasil esteja vinculada à caracterização do programa como pertencente ao Nível III e precise ocorrer de modo concomitante com a oferta no exterior. Para esse fim, adotou-se (art. 21) redação similar à da Instrução CVM 332, que trata a oferta concomitante realizada no exterior como um requisito de registro do programa, o qual, evidentemente, é realizado somente uma vez, na oferta inicial de distribuição dos BDR.

Contudo, a necessidade de tal oferta simultânea no exterior foi mantida mesmo nos casos de emissor registrado nos termos do art. 4º do Anexo A da Minuta B. A oferta no exterior contribui para um reforço das responsabilidades do emissor perante seu supervisor local, sendo assim um fator adicional de desestímulo a condutas irregulares no âmbito da oferta. Tal conclusão é verdadeira independentemente da via escolhida (arts. 3º, 4º ou 5º do Anexo A da Minuta B) pelo emissor estrangeiro para obter seu registro perante a CVM⁴.

Assim, as sugestões foram parcialmente aceitas.

BMA e Pinheiro Neto entendem que o alcance do termo “restrições” empregado no inciso II do parágrafo único do art. 12 não está claro e chamam a atenção que a aplicação indiscriminada das restrições existentes na oferta estrangeira nas ofertas no Brasil, que possuem um regime jurídico próprio, pode inviabilizar a realização de ofertas em nosso mercado, gerar insegurança jurídica e recursos à CVM.

Para evitar essa situação, sugerem que o inciso II do parágrafo único do art. 12 indique que a oferta pública inicial de BDR deve observar as mesmas restrições “quanto à qualificação e sofisticação do público investidor” aplicadas no exterior à oferta pública dos valores mobiliários que servem de lastro para o BDR.

⁴ É válido ressaltar que, na hipótese de que tratam os arts. 4º e 5º do Anexo A da Minuta B, não há restrição ao percentual da captação realizada no Brasil ou no exterior, o que mitiga a restrição decorrente da exigência de realização de ofertas concomitantes.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão foi considerada pertinente e a versão final da regra foi adaptada de forma similar à sugerida pelos participantes (novo § 3º ao art. 25 da Resolução CVM 160).

B3 e Grupo Leste sugerem a exclusão do inciso III do parágrafo único do art. 12, que prevê que a oferta inicial do emissor estrangeiro que patrocina programa de BDR Nível III deve ser objeto de registro na CVM.

B3 afirma que, como o emissor estrangeiro de BDR Nível III deve ser registrado na CVM e se submete à sua supervisão inclusive quanto à divulgação de informações, não haveria razão para a restrição do tipo de oferta inicial que pode ser realizada.

Na mesma linha, Grupo Leste compreende que os processos de registro de emissor e do programa de BDR, e as próprias restrições à distribuição e negociação advindas da regulamentação das ofertas de distribuição com esforços restritos já protegem os investidores e o mercado de capitais, possibilitando a manutenção de flexibilidade em termos de cronograma das ofertas com esforços restritos.

Grupo Leste acredita que os emissores que desejam ter grande exposição ao mercado e alcançar pulverização de investidores buscarão efetuar oferta inicial de distribuição registrada na CVM.

A questão restou parcialmente superada com a edição da Resolução CVM 160, que revogou a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, e a Instrução CVM 476, consequentemente, tornando todas as ofertas sujeitas a registro na CVM, ainda que por meio de rito automático.

Nos termos do art. 28, I e III-A, da Resolução CVM 160, a obrigatoriedade do rito de registro ordinário se aplica somente às ofertas públicas iniciais de BDR com lastro em ações e às ofertas de BDR com lastro em dívida destinadas a investidores que não sejam profissionais.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação aos BDR com lastro em ações, esta abordagem é consistente com o regime da Resolução CVM 160, que exige que ofertas iniciais de ações sejam registradas pelo rito ordinário. Já ao exigir aplicação do rito ordinário para todos os BDR com lastro em valores mobiliários representativos de dívida, a CVM levou em consideração que tais BDR envolvem hipótese ainda inexplorada no mercado de capitais brasileiro, com complexidades próprias, decorrentes da constituição e potencial execução de créditos em outras jurisdições.

2.6. Restrições à negociação (arts. 13 a 15, atuais arts. 14 a 16)

ANBIMA sugere a inclusão de novo parágrafo no art. 13 para prever que, quando o BDR estiver registrado apenas em sistema escritural, cabe ao emissor prestar ao investidor as informações exigidas no parágrafo único desse artigo para a aceitação de ordem de aquisição de BDR pelos intermediários. O participante relata buscar lidar com casos em que não exista a figura do intermediário.

A norma indica como características de todos os tipos de programas de BDR a negociação em mercados organizados, o que faz com que a presença de intermediários represente a regra geral para esse tipo de ativo. Os casos excepcionais em que a negociação poderá ocorrer sem a atuação de instituições intermediárias envolvem investidores com maior sofisticação e capacidade financeira, para os quais o alerta em questão não será necessário.

B3 sugere que sejam excluídas do art. 15 todas as exigências colocadas para que o BDR Nível I possa ser adquirido por investidores não considerados qualificados.

Para B3, tendo em vista as modificações introduzidas no Anexo A da Minuta B nas condições para obtenção de registro de emissor estrangeiro, a permissão para a aquisição de BDR Nível I por qualquer investidor deveria se aplicar também ao BDR Nível I emitido por emissores estrangeiros que cumpram com os requisitos dos arts. 4º ou 5º daquele anexo, e não apenas aos emitidos por emissores estrangeiros que cumprem as exigências do art. 3º.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O regime aplicável aos BDR Nível I contempla a possibilidade de negociação desses valores mobiliários por investidores não considerados qualificados, desde que atendidas determinadas condições, relacionadas ao principal mercado de negociação, que deve ser uma bolsa de valores classificada como “mercado reconhecido” em regulamento aprovado pela CVM.

Esse arranjo já reflete um tratamento excepcional, na medida em que, de modo geral, a negociação de valores mobiliários de emissores não registrados é restrita a investidores profissionais, mesmo em se tratando de emissores nacionais, sujeitos à legislação com a qual os investidores têm maior proximidade. Essa exceção feita no caso dos BDR resulta de uma flexibilização ainda relativamente recente, introduzida pela Resolução CVM nº 3, de 11 de agosto de 2020 (“Resolução CVM 3”).

Dentre as justificativas para este tratamento excepcional, cabe citar, em primeiro lugar, que o emissor no programa de BDR Nível I não é registrado pela CVM, mas é registrado pelo seu supervisor local. Desse modo, não se trata de situação diretamente comparável ao de emissores nacionais não registrados, cujos valores mobiliários de sua emissão não são permitidos ao público investidor em geral.

Adicionalmente, é importante levar em conta que as regras previstas nos arts. 3º a 5º do Anexo A da Minuta B refletem pré-requisitos para a obtenção do registro de emissor e, dentre elas, a prevista no art. 3º, referente ao “mercado reconhecido”, mostra-se, na visão da CVM, a mais robusta do ponto de vista da proteção ao mercado de capitais brasileiro, porém, também a mais restritiva.

Com os arts. 4º e 5º do anexo, a CVM almejou ampliar opções de obtenção de registro, reconhecendo que a integridade do mercado era compatível com limites mais flexíveis para emissores, mas isso não autoriza a conclusão de que as hipóteses dos arts. 3º a 5º do Anexo A da Minuta B devam ser equiparadas para todos os fins. Em se tratando de negociação por investidores do público de BDR com lastro em emissores estrangeiros não registrados, a CVM considera



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

necessário preservar a limitação a casos de valores mobiliários que não sejam negociados em “mercados reconhecidos”.

Ademais, na forma sugerida pelo participante, o passo adicional de flexibilização da negociação desses títulos estaria associado ao atendimento de requisitos próximos aos previstos para a obtenção do registro do emissor estrangeiro, mas sem que tal registro seja efetivamente obtido. Assim, a norma chegaria próximo de, na prática, equiparar o Nível I do Nível II, que diferem entre si principalmente pela necessidade do registro do emissor, comprometendo a coerência sistêmica da gradação que justifica a existência de múltiplos níveis e desestimulando a obtenção do registro de emissor junto à CVM.

Diante disso, não foi considerado conveniente nesse momento um movimento adicional de expansão das possibilidades de negociação de BDR Nível I pelo público em geral e, portanto, a sugestão não foi aceita.

Stocche Forbes compreende que a exigência do inciso II do art. 15 da necessidade de aprovação pela CVM do regulamento das entidades administradoras de mercado organizado quanto à classificação de bolsas de valores como um “mercado reconhecido” representa ônus excessivo e desnecessário.

Alega que o § 4º do art. 3º do Anexo A da Minuta B já aponta os critérios que devem ser observados pelas entidades administradoras de mercado organizado nessa classificação e que essas entidades possuem estrutura de autorregulação e capacidade técnica para realizar essa avaliação.

Os critérios previstos no dispositivo a que o participante se refere são abertos e não exaustivos, prestando-se, sobretudo, a orientar emissores, entidades administradoras de mercado organizado e investidores sobre fatores que balizarão a classificação de determinado ambiente de mercado como “mercado reconhecido”.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A CVM deve verificar como esses critérios estão efetivamente refletidos no regulamento para se certificar de que oferecem um nível esperado de proteção aos investidores e ao funcionamento regular dos mercados. Portanto, a sugestão não foi aceita.

O § 2º do art. 15 dá tratamento diferenciado ao BDR Nível I lastreado em valores mobiliários representativos de dívida e permite que investidores não considerados qualificados possam adquiri-los tanto quando o principal mercado de negociação desses valores mobiliários for uma bolsa de valores ou, no caso de valores mobiliários representativos de dívida, uma plataforma eletrônica de negociação.

Em linha com a proposta feita para o art. 2º, ANBIMA propõe que, em relação a BDR que tenham como lastro valores mobiliários representativos de dívida, a permissão também se aplique quando tais títulos estiverem depositados em depositário central.

Já APIMEC entende que a CVM deveria aplicar às plataformas eletrônicas de negociação o conceito de “mercado reconhecido”, que se relaciona com ambientes de mercado no exterior que se destacam pela transparência, liquidez, histórico e mecanismos de proteção a investidores.

Como destacado anteriormente, a possibilidade de negociação de BDR Nível I por investidores que fazem parte do público em geral é excepcional dentro do regime regulatório da CVM e isso se dá, dentre outras razões, pela menor capacidade de identificação e sanção no caso de eventuais irregularidades.

Assim, essa possibilidade deve estar associada a elementos objetivos que mitiguem o risco de ocorrência de irregularidades, sendo um desses elementos a admissão dos ativos em bolsa de valores ou plataformas de negociação classificados como um “mercado reconhecido”. A premissa em que a norma se assenta é a de que emissores com presença nesses ambientes estão sujeitos a um maior e mais ativo monitoramento por diversos participantes do próprio mercado. O depósito em depositário central, por outro lado, é uma prática de ampla incidência entre variados ativos e sem necessária relação com os propósitos visados pela norma.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Diante disso, a sugestão apresentada por ANBIMA não foi aceita.

Em relação ao comentário apresentado por APIMEC, a CVM concorda com a observação, porém observa que o § 2º do atual art. 16 foi introduzido na Minuta precisamente para contemplar as hipóteses de negociação de valores mobiliários representativos de dívida em ambientes que não são bolsas de valores.

B3 ressalta que a obrigatoriedade de classificar o principal mercado de negociação do instrumento de dívida como mercado reconhecido limita sobremaneira o escopo de ativos elegíveis como lastro, visto que a maior parte das transações com esses títulos ocorre em mercado de balcão fora de plataforma eletrônica, conforme estudos recentes realizados no mercado norte-americano demonstram.

Em função disso, B3 compreende que, no caso de BDR Nível I lastreado em valores mobiliários representativos de títulos de dívida negociados em mercado de balcão organizado, a permissão para sua aquisição por qualquer investidor deveria se dar independentemente da negociação dos títulos que servem de lastro se dar por meio de plataforma eletrônica ou não.

Não obstante, entendendo que a alteração deve ser realizada de forma paulatina, propõe que seja incluído novo parágrafo no art. 15 para, inicialmente, dar essa permissão apenas aos títulos de dívida emitidos por companhias abertas brasileiras registradas na CVM.

Como destacado anteriormente, a possibilidade de negociação de BDR Nível I por investidores que fazem parte do público em geral é excepcional dentro do regime regulatório da CVM e isso se dá, dentre outras razões, pela menor capacidade de identificação e sanção no caso de eventuais irregularidades.

Por isso, essa possibilidade foi associada a elementos objetivos que buscam mitigar o risco de ocorrência de irregularidades, sendo o principal desses elementos a admissão dos ativos em “mercados reconhecidos” que se distinguem pela transparência, prestação de informações, liquidez e histórico, dentre outros fatores. É não só esperado como necessário que esse rótulo



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

represente um filtro em relação aos ativos elegíveis como lastro para os BDR Nível I negociados pelo público em geral. Essa foi a lógica subjacente à ainda recente flexibilização promovida pela Resolução CVM 3, não havendo até o momento justificativa para sua revisão.

Portanto, a proposta de apenas flexibilizar a exigência sobre o ambiente de mercado para alcançar mais investidores não foi aceita.

Entretanto, a proposta descrita como alternativa, por restringir-se a emissores brasileiros, efetivamente mitiga preocupações com a capacidade de identificação e sanção pela CVM de eventuais irregularidades. Por esse modo, a sugestão foi aceita e incorporada à norma, por meio de ajustes nos arts. 3º, § 2º, e 16, § 2º.

2.7. Registro de programas de BDR (arts. 16 a 20, atuais arts. 17 a 23)

O art. 16 prevê que os programas de BDR devem ser registrados na CVM. SEAE/ME entende que essa exigência poderá gerar limitação no número e variedade de fornecedores, limitação nas opções dos investidores e redução do incentivo à competição. Assim, solicita que a CVM avalie a possibilidade de manter as dispensas de registro atualmente previstas nos §§ 1º e 2º do art. 4º da Instrução CVM 332.

Os §§ 1º e 2º do art. 4º da Instrução CVM 332, ao estabelecer que somente serão registrados determinados tipos de programas de BDR, não está prevendo dispensas de registro para os demais tipos de programas. Ao contrário, eles estipulam condições específicas e adicionais que aqueles programas em particular – ou seja, programas de BDR Nível III e de BDR com lastro em valores mobiliários de emissores nacionais – precisam atender para que possam ser registrados.

Assim, a norma ora em análise não torna mais rígido ou restritivo o requisito de registro de programas de BDR já previsto na Instrução CVM 332. Na verdade, ela até o simplifica, dado que passa a ser prevista a possibilidade de conversão de programas, bem como o registro automático para os programas de BDR Nível I.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ANBIMA solicita que o inciso VI do art. 17 seja modificado para permitir que, alternativamente à relação das informações divulgadas no país da sede do emissor estrangeiro, possa ser apresentada relação das informações divulgadas no país em que os valores mobiliários que servem de lastro para os BDR Nível I são admitidos à negociação.

O objetivo seria adaptar a exigência aos valores mobiliários representativos de títulos de dívida de emissores que não são supervisionados ou obrigados a divulgar informações no país de sua sede, mas somente no país em que eles são negociados.

A sugestão foi considerada pertinente e levou a uma adaptação do dispositivo (atual art. 18, V) similar à sugerida pela participante.

ANBIMA propõe que a alínea “a” do inciso VIII do art. 17 seja modificada para exigir a apresentação de pedido de registro na categoria A ou B no caso de BDR lastreado em valor mobiliário representativo de dívida somente quando esse registro for exigido pelos arts. 11 e 12, em linha com as sugestões apresentadas pela participante quanto a esses dispositivos.

A sugestão resta prejudicada, tendo em vista a rejeição de propostas anteriores às quais está associada.

ANBIMA e Grupo Leste sugerem a exclusão da alínea “b” do inciso VIII do art. 17 que prevê que o pedido de registro de programa de BDR deve ser acompanhado de manifestação fundamentada demonstrando que os supervisores locais do emissor estrangeiro possuem competência para obter e repassar à CVM as informações abrangidas pelo memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.

ANBIMA e Grupo Leste acreditam que a exigência de que as instituições depositárias apresentem essa manifestação é onerosa. ANBIMA argumenta que a exigência impõe um custo adicional que pode prejudicar o funcionamento das instituições atuantes no mercado e, em



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

consequência, levar os emissores a buscar terceiros que prestam o serviço, porém de forma mais limitada e sem a devida diligência.

Grupo Leste salienta que existem atualmente no Brasil apenas 2 prestadores de serviço de instituição depositária, de forma que um aumento desnecessário das atribuições e responsabilidades desses participantes poderia prejudicar ou até mesmo inviabilizar a emissão de BDR Níveis II e III, caso eles não estejam dispostos a assumir novas responsabilidades.

ANBIMA e Grupo Leste argumentam ainda que as informações sobre a competência dos supervisores locais podem ser obtidas e avaliadas pela própria CVM, tendo em vista o memorando multilateral de entendimento da OICV.

Caso a sugestão de exclusão da alínea “b” do inciso VIII do art. 17 não seja acatada, ANBIMA propõe, alternativamente, que a norma atribua ao emissor essa responsabilidade, uma vez que a obrigação se aplica aos programas de BDR Níveis II e III, nos quais o registro do emissor é obrigatório.

Outra opção sugerida pela participante seria a alínea “b” do inciso VIII do art. 17 prever apenas uma manifestação sobre a existência de memorando multilateral de entendimento da OICV ou acordo de cooperação para troca de informações celebrado entre a CVM e os supervisores dos países em que os valores mobiliários que servem de lastro dos BDR são negociados e custodiados.

A competência dos supervisores locais em obter e repassar à CVM informações abrangidas pelo memorando multilateral de entendimento da OICV é um pressuposto sobre o qual se assenta a estrutura dos BDR e, assim, é importante que não esteja sujeita a dúvidas. Embora certamente existam custos para que esse nível de segurança jurídica seja atingido, tais custos são justificados.

A CVM entende que os agentes em melhor posição para arcar com esses custos são aqueles que dão origem ao programa, ou seja, o emissor e a instituição depositária, por já estarem inseridos ou proximamente ligados à jurisdição estrangeira, além de sujeitos à supervisão por parte do supervisor local. Desse modo, eles próprios ou seus assessores legais que usualmente participam



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

da estruturação de programas de BDR podem abordar as especificidades do regime legal e regulatório aplicável ao mercado de capitais de que o emissor participa.

A supressão desse dispositivo, por outro lado, faz com que o ônus de avaliar a competência do supervisor local – que variará conforme o supervisor de que se trate – recaia apenas sobre a própria CVM, no âmbito de um processo de registro sujeito a prazos determinados e incompatíveis com sucessivas interações com autoridades estrangeiras. A CVM enxerga que isso aumenta excessivamente o risco de concessão de registro sem a garantia de que futuramente, se necessário, terá os meios para contar com efetiva colaboração por parte dos supervisores locais.

Quanto à escolha da alocação da responsabilidade entre o emissor e a instituição depositária, a CVM optou por concentrá-la na instituição depositária já que é o agente situado no Brasil responsável pela instrução do programa, nos termos do art. 17 da versão final da regra. Como a manifestação prevista no atual art. 18, VII, “b”, busca mitigar o risco de falta de instrumentos para que o emissor seja fiscalizado e punido por eventuais ilícitos cometidos no mercado brasileiro, não faz sentido que seja o próprio emissor a subscrever manifestação em questão. Ademais, ainda que a obrigação recaia sobre a instituição depositária, os custos inerentes a tal obrigação podem ser redistribuídos entre ela e o emissor, nos termos do contrato que vierem a firmar.

Por fim, a sugestão de substituir a manifestação prevista no art. 18, VII, “b” da versão final da regra por manifestação sobre a mera existência de memorando multilateral de entendimento da OICV ou acordo de cooperação para troca de informações celebrado entre a CVM e os supervisores locais do emissor não atinge o objetivo visado pela Minuta. A existência de acordos pode ser objetivamente verificada independentemente de manifestação nesse sentido. Os maiores desafios práticos, no entanto, decorrem de situações em que os supervisores locais signatários desses instrumentos não detêm as informações de que a CVM vem a necessitar.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

ANBIMA sugere que a declaração sobre eventuais restrições à negociação dos valores mobiliários, a que se refere o inciso X do art. 17, seja prestada pelo emissor.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Também propõe que o inciso I do § 1º do art. 17 indique que a declaração do enquadramento do emissor nas condições previstas no art. 15 deve ser prestada pela instituição depositária somente no caso de programas de BDR Nível I não patrocinado, ficando o emissor responsável pela declaração nos demais casos.

ANBIMA solicita ainda que o inciso II do § 1º do art. 17 indique que o intermediário líder deve firmar a declaração do enquadramento do emissor nas condições previstas no art. 15 nos casos de oferta pública de distribuição, quando aplicável, uma vez que há casos em que a oferta pública não é possível. Em sentido similar, Grupo Leste pede a exclusão do inciso II do § 1º do art. 17 no que diz respeito à declaração prevista no art. 15. Argumenta que o art. 15 se aplica somente ao BDR Nível I e estes não são passíveis de distribuição por meio de oferta pública.

A norma atribui responsabilidades à instituição depositária por ser o agente com presença no Brasil envolvido na emissão dos BDR. Além disso, ao concentrar a obrigação na instituição depositária, a norma incentiva a verificação da informação por um agente distinto do emissor, que naturalmente tende a ter interesse no processo, especialmente nos casos de programas patrocinados.

No que diz respeito a eventuais custos associados a tais responsabilidades, eles podem ser livremente distribuídos entre o emissor e instituição depositária, nos termos por eles pactuados, não havendo qualquer razão de natureza regulatória para privilegiar a instituição depositária em detrimento do emissor.

Em relação ao art. 17, § 1º, II, da Minuta A, os comentários foram considerados pertinentes, mesmo após a admissão da possibilidade de ofertas públicas de distribuição de BDR Nível I voltadas a investidores profissionais. Nas ofertas destinadas a investidores profissionais, tal declaração não se mostra necessária a tutela de investidores e, nos demais casos, diante da impossibilidade de ofertas públicas, não há razão para imposição de obrigações sobre instituições intermediárias. Consequentemente, foi feito um ajuste no art. 17, IX (atual art. 18, IX), acompanhado da supressão do § 1º do mesmo dispositivo.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim, as sugestões foram parcialmente aceitas.

Ao tratar do processo de registro de programa de BDR, o § 4º do art. 17 determina que, caso exista restrição subjetiva ou objetiva à negociação dos valores mobiliários no país em que serão negociados, os registros do programa e da distribuição dos BDR no Brasil serão concedidos com as mesmas restrições.

Chediak Advogados pede a exclusão do dispositivo por entender que ele impede que a atração para o mercado de capitais brasileiro de emissores que encontram dificuldade em realizar a oferta nos mercados de seus próprios países. O escritório acredita que a proposta mina a saudável concorrência entre os mercados e torna o mercado brasileiro menos atrativo que outros mercados.

Dispositivo análogo já existe na Instrução CVM 332 e seu objetivo é prevenir cenários em que o mercado brasileiro é usado como instrumento para contornar medidas de proteção a investidores de outros países, em potencial prejuízo do investidor nacional.

A despeito do longo histórico desse comando e de sucessivas interações com participantes de mercado nas reformas pelas quais a regulamentação de BDR já passou, a CVM não possui qualquer evidência de que essa norma tenha efetivamente representado obstáculo a que emissores estrangeiros tenham acessado o mercado de capitais brasileiro.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

ANBIMA solicita esclarecimento sobre o alcance do § 4º do art. 17. Indaga se, no caso um BDR cujo lastro sejam ações de emissor americano cuja aquisição esteja limitada a **accredited investors** deve ser aplicada a mesma restrição, mas levando em conta a regulação brasileira (ou seja, deve-se restringir a aquisição dos BDR a investidores profissionais), ou se a restrição deve ser aplicada levando em conta o conceito de **accredited investor** tal como definido nos EUA, aplicando-se, inclusive, os mesmos limites de valor para que um investidor no Brasil seja considerado um **accredited investor**.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Restrições que decorram de conceitos e comandos previstos em normas estrangeiras devem ser interpretadas, para os fins do art. 17, § 4º, da Minuta A (art. 19, § 3º, da versão final da regra), com base nas referências normativas existentes no ordenamento jurídico brasileiro que sejam mais próximas daquelas existentes nas normas estrangeiras. No exemplo específico indicado pela participante, o conceito aplicável seria o de investidor qualificado.

Essa abordagem de aplicação de conceitos análogos existentes no mercado brasileiro (i) previne a ocorrência de lacunas e contradições que poderiam resultar da tentativa de aplicar conceitos de outras jurisdições dissociados do contexto em que se inserem; e (ii) reduz custos de observância dos participantes do mercado local, evitando a necessidade de instituição de diferentes controles para finalidades similares. Por exemplo: intermediários que devem verificar a existência de restrições à negociação de valores mobiliários entre investidores profissionais ou qualificados ficam dispensados de considerar as particularidades de cada categorização de investidor nas várias jurisdições em que as ofertas sejam realizadas.

A SRE avaliará a inclusão dessa orientação e de esclarecimentos adicionais sobre o tópico em seus ofícios circulares periodicamente divulgados.

2.8. Pedido de cancelamento de registro de programa de BDR (art. 20, atual art. 24)

B3 pede que seja incluído novo parágrafo no art. 20 para prever que, no caso de programas de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida que possuam data de vencimento previamente definida, o cancelamento do programa se dará de forma automática quando atingida a data de vencimento do lastro, cabendo à instituição depositária notificar a SRE a respeito do cancelamento em até 5 dias úteis após a data do vencimento.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na versão final da regra.

APIMEC considera importante proteger o investidor quando do cancelamento de programa de BDR e sugere que se inclua na norma uma possibilidade de revisão de preço semelhante à regra



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

do art. 4º-A da Lei 6.404, de 1976, e dos arts. 23 e 24 da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002.

Com a edição da Instrução CVM nº 585, de 5 de abril de 2017, os arts. 5º, § 3º, e 7º da Instrução CVM 332 passaram a dar competência às entidades administradoras de mercado organizado para definir em seus regulamentos (que devem ser aprovados pela CVM) os procedimentos que devem ser observados para a descontinuidade dos programas de BDR cujos certificados sejam admitidos à negociação em seus mercados administrados.

Desde a adoção desse modelo, não há histórico que indique que essa opção regulatória tenha fragilizado as proteções dos titulares de BDR, razão pela qual o disposto nos arts. 5º, § 3º, e 7º da Instrução CVM 332 foi mantido nos arts. 18, VIII, e 24 da versão final da norma. Assim, a sugestão não foi acatada.

2.9. Deveres e responsabilidades (arts. 21 e 22, atuais arts. 25 e 26)

ANBIMA e Grupo Leste sugerem a exclusão do inciso II do art. 21, que prevê que a instituição depositária deve administrar eventuais conflitos de interesse, indicando as medidas necessárias para que prevaleça sempre o interesse dos titulares de BDR.

ANBIMA compreende que não existe conflito de interesse entre o emissor e a instituição depositária. Também argumenta, juntamente com Grupo Leste, que os eventuais conflitos de interesse no âmbito societário entre o emissor estrangeiro e os titulares de BDR devem ser dirimidos na forma prevista na legislação estrangeira aplicável e nos documentos constitutivos do emissor estrangeiro.

Grupo Leste acrescenta que o caráter vago da obrigação colocada na norma de administrar eventuais conflitos de interesse traz insegurança jurídica sobre o papel da instituição depositária e das medidas que esta deve tomar.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Caso a exclusão do inciso II do art. 21 não seja acatada, ANBIMA solicita que sejam dados exemplos práticos das situações em que o dispositivo se aplica. Caso o único exemplo de conflito seja referente ao exercício de voto em assembleia, ANBIMA indica que o dispositivo poderia ser excluído dado o conteúdo do § 1º do art. 21.

O dispositivo não se restringe a casos de exercício de voto em assembleia; ele também abarca os diversos casos em que a prevalência dos interesses dos investidores requeira o exercício de prerrogativas que, nos termos da legislação estrangeira aplicável ao emissor, sejam reservados à instituição depositária enquanto detentora dos valores mobiliários que servem como lastro para os BDR. Isto pode envolver, por exemplo, formação de quóruns para o exercício de direitos análogos àqueles que na Lei 6.404. de 1976, estão previstos nos arts. 126, § 3º, 159, § 4º, 163, § 6º, dentre outros.

A indicação específica das situações em que o art. 21, II, da Minuta A (atual 25, II), será necessário depende das especificidades da legislação aplicável a cada emissor estrangeiro, porém o objetivo central é prevenir que a instituição depositária, por não ser a beneficiária final das medidas de defesa de interesse dos investidores, venha a representar um obstáculo adicional ao exercício de direitos pelos titulares de BDR. Portanto, as sugestões não foram aceitas.

ANBIMA propõe que o inciso III do art. 21 esclareça que a obrigação da instituição depositária de monitorar as informações prestadas pelo emissor dos valores mobiliários que servem de lastro para a emissão de BDR se aplica somente no caso de programas de BDR não patrocinados.

A participante solicita também que seja excluída do § 2º do art. 21 a indicação de que o relatório semestral sobre o monitoramento das informações prestadas pelos emissores dos valores mobiliários que servem de lastro para a emissão de BDR deve “evidenciar” o cumprimento da obrigação de monitoramento pela instituição depositária. ANBIMA sugere que a norma indique que o relatório deve apenas demonstrar que o monitoramento foi realizado, não existindo nenhum tipo de exigência ou obrigatoriedade no que diz respeito ao 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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão de limitar a obrigação da instituição depositária em monitorar informações prestadas pelos emissores estrangeiros foi parcialmente aceita. De fato, nos programas de BDR Níveis II e III, diante do registro de emissor estrangeiro perante a CVM e consequente prestação de informações previstas na regulamentação sujeitas às rotinas de supervisão da Autarquia, o acompanhamento por parte da instituição depositária pode ser dispensado. Entretanto, no caso do programa de BDR Nível I, ainda que patrocinado, não há obrigatoriedade de registro e a atuação da instituição depositária se mostra necessária.

Em relação à segunda sugestão, a redação proposta não alteraria a essência do comando previsto na Minuta, e não transmitiria com a mesma clareza a conduta esperada da instituição depositária.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

APIMEC compreende que o diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas previstas na Resolução a que se refere o inciso VI do art. 21 também deveria ser responsável pela função de relações com investidores. Para APIMEC, esse diretor, junto com o diretor responsável pelo programa na instituição depositária, supriria a necessidade de acesso dos analistas de valores mobiliários ao executivo responsável.

O diretor responsável de que trata o art. 21, VI, da Minuta A (atual art. 25, VI), é um diretor da instituição depositária, a qual pode ser emissora de BDR de múltiplos emissores, no contexto de inúmeros programas distintos, inclusive não patrocinados. Desse modo, não se mostra razoável concentrar sobre essa mesma pessoa funções de diretor de relações com investidores desses diversos emissores.

Ademais, o art. 48, § 2º, da Resolução CVM 80 já equipara o representante legal dos emissores estrangeiros – que deve ser nomeado pelos emissores que patrocinem programas patrocinados – ao diretor de relações com investidores.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Portanto, a sugestão não foi aceita.

2.10. Outros comentários à Minuta A

SEAE/ME salienta que a Minuta A cria novas obrigações e maiores restrições para os emissores estrangeiros, tais como: (a) a obrigação dos programas de BDR Nível III serem objeto de oferta pública de distribuição; (b) a previsão de que o BDR Nível I deve ser negociado apenas em mercado organizado; e (c) a caracterização dos programas de BDR Nível I e II como formas apenas dos emissores estabelecerem uma presença no mercado brasileiro, sem a possibilidade de captação de recursos por meio de ofertas com esforços restritos.

Em função disso, SEAE/ME indaga se:

(a) os custos para as empresas decorrentes da reforma regulatória foram quantificados e comparados com eventuais benefícios, de modo a não prejudicar a concorrência do setor, a atratividade de investimento, a inovação e o ambiente de negócios para novos entrantes;

(b) as restrições estabelecidas, por exemplo, no **caput** do art. 3º, no § 3º do art. 5º, nos incisos I e IV do art. 6º, no inciso III do art. 12, no art. 16 e no art. 19 podem provocar distinções indesejáveis entre os 3 tipos de programa de BDR ou reduzir o incentivo para o lançamento de certos tipos de programa, contribuindo, assim, para o desaquecimento ou perda de dinamismo de segmentos do mercado desses certificados;

(c) as novas restrições e obrigações para caracterizar os emissores estrangeiros previstas no inciso IV do art. 2º e no art. 8º, bem como as novas obrigações atribuídas às entidades depositárias no art. 21 podem criar assimetrias competitivas entre agentes do mercado promissor de programas de BDR; e

(d) a norma é efetivamente simplificada e elaborada em linguagem acessível a qualquer pessoa, tendo em vista que, comparada à regulamentação atual, há mudanças significativas na disposição e na linguagem dos artigos, o que impede uma compreensão melhor do seu mérito e uma análise comparativa mais consistente entre a Instrução CVM 332 e a nova norma proposta.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

SEAE/ME acredita que se poderia aguardar um tempo maior de vigência da última alteração realizada pela Resolução CVM 3 na Instrução CVM 332 para que se tenha uma avaliação mais eficiente de suas fragilidades para, só então, implementar as alterações consideradas necessárias.

A segmentação de BDR em níveis distintos é uma mera opção regulatória, cujo objetivo é franquear aos emissores estrangeiros um amplo espectro de escolhas a respeito das regras a que desejam se submeter e suas correspondentes possibilidades de apelo à poupança popular nacional.

Assim, analisar o arranjo regulatório composto pelos vários níveis de programas de BDR pela perspectiva de um equilíbrio concorrencial no “setor de BDR” – como se os emissores estrangeiros fossem competir entre si para prover programas de BDR nos variados níveis existentes – pode levar a conclusões equivocadas, já que, isoladamente considerados, os níveis dos programas não possuem sentido ou valor intrínseco. Ao contrário, deve-se avaliar se as múltiplas combinações de regras e restrições materializadas nos níveis fornece um conjunto de alternativas que atendam a interesses de emissores e investidores.

Em função de mudanças ao texto original da Minuta já comentadas anteriormente e que parecem ir ao encontro da preocupação manifestada pela participante, a possibilidade de ofertas públicas foi estendida para todos os tipos de programas, estando apenas sujeitas, sobretudo nos Níveis I e II, a restrições de público-alvo e ritos de registro que guardam similaridade com restrições análogas impostas a emissores nacionais, especialmente na Resolução CVM 160.

Também é oportuno ressaltar que, como de fato já se verificou em outras ocasiões, emissores estrangeiros podem acessar o mercado local por meio da constituição de sociedade anônima brasileira para fins de captação de recursos, não havendo a priori impedimentos a que tais recursos sejam investidos fora do território nacional.

Diante disso, a CVM acredita ter atingido um equilíbrio satisfatório entre os objetivos que a regra sobre BDR deve visar.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação à redação dada à nova resolução, na avaliação da CVM, ela efetivamente é mais precisa e acessível que a redação da Instrução CVM 332, editada originalmente há mais de 20 anos e já parcialmente alterada diversas vezes.

Por fim, no tocante ao alegado pouco tempo desde a última alteração da Instrução CVM 332, promovida pela Resolução CVM 3, cabe reiterar que as mudanças ora em discussão envolvem aspectos preponderantemente distintos, fruto de questões novas verificadas em casos concretos mencionados no Edital da presente Audiência Pública. A atual alteração não retrocede conceitualmente nos aspectos centrais introduzidos pela Resolução CVM 3, como o conceito de “mercado reconhecido” e seus desdobramentos, por exemplo.

3. Comentários à Minuta B

3.1. Alteração da Instrução CVM 476

SEAE/ME pede que seja mantida a redação atual (i) do inciso XIV do §1º do art. 1º, (ii) do inciso I do art. 13 e (iii) do § 2º do art. 17 da Instrução CVM 476, pois a nova redação proposta para esses dispositivos retira a possibilidade de haver ofertas com esforços restritos para os programas de BDR Níveis I e II.

A participante salienta que essa restrição possui impacto anticompetitivo, dado que limita as opções dos investidores e reduz o espaço de concorrência entre os programas.

A possibilidade de ofertas públicas de distribuição de BDR Níveis I e II foi admitida, conforme já comentado anteriormente.

No tocante especificamente à redação da Instrução CVM 476, a sugestão perdeu objeto, com a revogação dessa regra pela Resolução CVM 160. Cabe observar, entretanto, que a possibilidade de oferta pública de distribuição de BDR Nível I e II está prevista em tal resolução e,



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

com exceção de ofertas iniciais de ações, se sujeita ao rito de registro automático, que, em grande medida, substitui o rito anteriormente contemplado na Instrução CVM 476.

A nova redação proposta para o art. 4º-A prevê que, para realizar oferta pública com esforços restritos de BDR, a empresa patrocinadora deve estar enquadrada na condição de emissor estrangeiro.

ANBIMA e Grupo Leste solicitam que a redação do art. 4º-A seja modificada para se referir à oferta pública com esforços restritos de BDR “com lastro em ações”.

SEAE/ME, por sua vez, sugere que seja mantida a redação atual do art. 4º-A, pois a redação proposta restringe a possibilidade de o emissor estrangeiro realizar oferta pública com esforços restritos, limitando as opções dos investidores e reduzindo o espaço de concorrência entre os programas.

As sugestões ficaram prejudicadas com a revogação da Instrução CVM 476 pela Resolução CVM 160 após o início da presente Audiência Pública.

3.2. Anexo A (Anexo J à Resolução CVM 80)

3.2.1. Novo modelo de vias de acesso para registro como emissor estrangeiro (art. 2º)

Grupo Leste observa que a presente reforma ocorre menos de 1 ano depois da edição da Resolução CVM 3, ferindo a segurança jurídica e impossibilitando o planejamento pelos participantes de mercado.

Afirma que, embora internacionalmente cada jurisdição procure trazer mais emissores e participantes para seus mercados, a norma proposta adota postura oposta e parece buscar dificultar a entrada de emissores no mercado de capitais brasileiro, impondo altas barreiras de entrada e onerando em demasia emissores que, de boa-fé e de forma legítima, desejam listar BDR no Brasil.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Grupo Leste entende que isso ocorre por conta de casos isolados e mesmo já tendo ocorrido aperfeiçoamentos da regulamentação brasileira.

Para o participante, a exigência de que haja mais presença e liquidez em outros mercados do que no mercado brasileiro impede que se alcance o objetivo de tornar o Brasil um grande centro regional de emissores e investidores latino-americanos.

Grupo Leste lembra que, em decisão de 29.09.2020, o Colegiado indicou que o mercado brasileiro poderia buscar esse fim de atrair emissores legítimos, já que, na decisão, procurou-se viabilizar uma oferta pública inicial de distribuição de BDR cujos recursos seriam preponderantemente captados no Brasil pois, nas palavras da SDM, “para emissores que não sejam capazes de realizar uma oferta em outros mercados – inclusive por não contarem com mercados de capitais desenvolvidos em seus países de origem – o mercado de capitais brasileiro deixaria de ser uma alternativa, em potencial prejuízo aos emissores estrangeiros e aos participantes do mercado brasileiro”.

Grupo Leste entende também que a norma minimiza o poder e as ferramentas que a CVM detém para supervisionar seus regulados e se apoia de forma excessiva e desnecessária na supervisão de órgãos estrangeiros.

Ressalta que o MMoU da IOSCO tem como objetivo tratar da consulta, cooperação e troca de informações entre os órgãos reguladores internacionais para proporcionar a realização de atividade de **enforcement**. Argumenta que, a despeito disso, o papel do MMoU foi enfraquecido na norma, dadas as novas condições estabelecidas para permitir o ingresso de emissores estrangeiros no Brasil.

Grupo Leste entende que para obtenção de registro deveria ser exigido apenas que o emissor estrangeiro seja listado em um mercado no exterior cujo país supervisor local (a) tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para troca de informações, ou (b) seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Também sugere que os programas de BDR patrocinados Nível II e Nível III que não se enquadrem nos arts. 3º, 4º ou 5º possam ser registrados, mas com previsão de aquisição exclusiva por investidores qualificados.

O participante argumenta que há uma contradição na norma, pois o BDR Nível I, que passa por um escrutínio menor quando comparado com os BDR Níveis II e III, pode ser adquirido por qualquer investidor caso o valor mobiliário que sirva de lastro seja admitido à negociação em um mercado reconhecido, nos termos do art. 15 da Minuta A. Do contrário, somente pode ser adquirido por investidor qualificado.

Já os BDR Níveis II e III cujo emissor estrangeiro não se enquadre nas exigências dos arts. 3º, 4º ou 5º, por outro lado, não podem ser negociados por nenhum tipo de investidor, pois não poderão ser emitidos.

Inicialmente, é válido ressaltar que a edição da norma objeto desta Audiência Pública se dá mais de 2 anos após a Resolução CVM 3 e não só preserva, como até mesmo amplia, o uso de conceitos introduzidos pela referida Resolução, como o conceito de “mercado reconhecido”, por exemplo. Também deve ser destacado que nesses mais de 2 anos foram verificados casos que demonstraram a necessidade dos ajustes ora em discussão.

Tais casos, ainda que em quantidade limitada, apontaram fragilidades estruturais nos mecanismos de interação com outros reguladores para fins de obtenção de informações e supervisão de emissores estrangeiros. Não há por que retardar a resposta a essas fragilidades já detectadas nem as reinterpretar como alegadas vantagens comparativas do mercado brasileiro para atrair emissores estrangeiros.

Alguns comentários contestaram a existência de limitações às ferramentas de supervisão da CVM, entendendo como suficientes a existência, já prevista na norma, de convênios de consulta, assistência técnica e assistência mútua para troca de informações ou do memorando multilateral de entendimento da OICV.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Todavia, embora essas ferramentas sejam relevantes e necessárias, elas não dão resposta a todas as preocupações com as quais a CVM deve lidar. Por exemplo, elas não acrescentam novas competências aos reguladores estrangeiros, de modo que eles podem ter o interesse e o compromisso de compartilhar informações com a CVM, porém simplesmente não deterem as informações de que a CVM necessite.

Ademais, em muitos casos, eles não as detêm precisamente porque esse emissor estrangeiro não tem presença ou histórico no mercado de capitais de sua jurisdição de origem, tendo feito seu esforço de captação de recursos primária ou exclusivamente no Brasil. A CVM não deseja desestimular que emissores estrangeiros tenham o mercado brasileiro como sua fonte principal de financiamento, mas considera que isso deve ser acompanhado por requisitos de registro desses emissores que efetivamente desestimulem condutas que ponham em risco a integridade do mercado local e a proteção dos investidores.

Finalmente, vale enfatizar que os BDR Nível I passíveis de serem adquiridos pelo público em geral correspondem somente a um subconjunto dos BDR Nível I, formado pelos BDR lastreados em valores mobiliários admitidos à negociação em mercados reconhecidos, sendo clara, portanto, a semelhança com a hipótese de registro de emissor prevista no art. 3º do Anexo A da Minuta B. Não há, assim, tratamento mais favorecido e contraditório aos BDR Nível I; ao contrário, o Anexo A da Minuta B traz possibilidades adicionais (arts. 4º e 5º) de viabilização de BDR nos Níveis II e III, de forma consistente com o maior escrutínio pelo qual os emissores estrangeiros se submetem por força de seu registro na CVM.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

B3 entende que a redação do parágrafo único do art. 2º deve ser aprimorada. O dispositivo estabelece que cabe ao emissor a escolha entre o cumprimento das exigências dos arts. 3º, 4º ou 5º para obtenção do registro como emissor estrangeiro. A participante entende que o comando do dispositivo somente faz sentido no caso de programa de BDR patrocinado e propõe que a redação do parágrafo único do art. 2º esclareça expressamente que ele se aplica somente nesse caso.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O Anexo em questão trata do registro de emissor estrangeiro e este somente é exigido nos programas de BDR Nível II e III, os quais são necessariamente patrocinados nos termos do art. 5º da norma resultante da Minuta A. O título do Anexo foi ajustado para trazer mais clareza a esse ponto, porém a redação do parágrafo único do art. 2º foi mantida inalterada.

3.2.2. Principal mercado de negociação (art. 3º)

O art. 3º do Anexo A prevê que uma das alternativas que o emissor pode escolher para comprovar sua condição de emissor estrangeiro é ter como principal mercado de negociação dos valores mobiliários que servem de lastro para a emissão do BDR uma bolsa de valores que, cumulativamente: (a) tem sede no exterior e em país cujo supervisor local tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV; e (b) é classificada como “mercado reconhecido” em regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM.

Aura Minerals sugere que esses critérios não sejam cumulativos e que os conceitos de mercado reconhecido e de principal mercado sejam modificados para passar a se referir ao mercado de origem do emissor e não ao principal mercado de negociação dos valores mobiliários que servem de lastro para a emissão dos BDR.

Grupo Leste salienta que o art. 3º indica que o “principal mercado de negociação” deve sempre se situar no exterior, pois deve ser uma bolsa de valores com sede em outra jurisdição. O participante salienta que, com isso, o emissor estrangeiro não mais poderia ter seu principal mercado de negociação no Brasil, adotando-se entendimento diverso do aplicado na Resolução CVM 3 e na decisão do Colegiado de 29.09.2020 (Processo CVM nº 19957.005751/2020-01) que indicou que, no caso de emissor com mais de 50% dos ativos e receitas no exterior, o mercado principal poderia estar situado no Brasil.

Grupo Leste propõe que esse entendimento seja mantido e sugere a exclusão do inciso II do art. 3º e a alteração do **caput** desse artigo, com a exclusão do termo “principal”, para que se exija



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

apenas que o emissor estrangeiro tenha como mercado negociação dos valores mobiliários que servem de lastro uma bolsa de valores que atenda ao inciso I desse artigo.

O art. 3º restaria inócuo sem a necessidade de observância dos critérios previstos nos incisos de seu **caput** de forma cumulativa, por tornar dispensável a presença do “mercado reconhecido”, que é o conceito-chave no qual essa via para a obtenção de registro do emissor se baseia. De modo similar, é importante para a efetividade do dispositivo que o “mercado reconhecido” seja o principal mercado de negociação dos valores mobiliários do emissor, e não o “mercado de origem”, que pode não ter relevância para o emissor.

Quanto ao principal mercado de negociação ter de se situar no exterior, e a alegada mudança que estaria sendo promovida a esse respeito em comparação com o regime instituído após a edição da Resolução CVM 3, é importante esclarecer que não há alteração substancial em relação à matéria.

A Instrução CVM 480, com a redação dada pela Resolução CVM 3, de fato definia o “principal mercado de negociação” sem levar em consideração onde esse ambiente de mercado se situava. Contudo, o principal objetivo dessa definição era viabilizar a dispensa de observância dos critérios de localização de ativos e receitas do emissor estrangeiro, o que só seria possível se o principal mercado de negociação fosse um “mercado reconhecido” e se situasse no exterior. Assim, a noção de “principal mercado de negociação” e sua localização no exterior sempre estiveram estreitamente vinculados. Esse regime foi mantido com a consolidação da Instrução CVM 480 na Resolução CVM 80.

Essa situação não se altera substancialmente com a redação da norma objeto desta Audiência Pública: nos termos do art. 3º, o principal mercado de negociação continua devendo ter sede no exterior. O que efetivamente foi modificado é que isso deixa de ser uma alternativa à exigência de que o emissor tenha seus ativos e receitas no exterior, pois essa exigência não está mais prevista na norma.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

B3 destaca que o **caput** dos arts. 3º, 4º e 5º, que tratam dos novos critérios propostos para a caracterização de um emissor como estrangeiro, fazem referência ao registro do emissor, muito embora o art. 6º da Minuta A indique que no BDR Nível I há dispensa do registro do emissor estrangeiro na CVM.

Assim, propõe que o **caput** daqueles artigos indique de forma expressa que suas disposições se referem às características do emissor estrangeiro que devem ser demonstradas para a aprovação de um programa de BDR.

As regras previstas nos arts. 3º, 4º e 5º dizem respeito à obtenção de registro de emissor estrangeiro, que, por seu turno, é exigido somente no caso de programas de BDR Níveis II e III. Não foi identificada qualquer obscuridade ou conflito com outros dispositivos das normas apresentadas à Audiência Pública. De todo modo, apenas em reforço ao propósito com o qual a norma foi redigida, foi acrescida ao título do Anexo a menção aos Níveis II e III.

B3 sugere a substituição da expressão “bolsa de valores” por “jurisdição estrangeira” no **caput** do art. 3º, pois, desde a edição da Resolução CVM 3, a participante tem observado que os principais mecanismos de proteção a investidores e de **enforcement** quanto a irregularidades envolvendo emissores estão presentes nas normas editadas pela própria jurisdição e não pela bolsa de valores local.

De acordo com B3, esse é o modelo adotado pelos principais provedores de índices globais (MSCI e S&P) que utilizam, para fins de classificação e definição dos ativos elegíveis à inclusão em determinado índice, o critério de região e país, levando em conta questões regulatórias, estrutura de mercado, ambientes de negociação e outras restrições que possam impactar os investidores, principalmente 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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A jurisdição em que o ambiente de mercado se localiza é um fator indubitavelmente relevante para sua caracterização como “mercado reconhecido”, porém não é o único. As regras próprias desses ambientes, o grau de maturidade dos emissores nele presentes e o acompanhamento por parte de uma base diversificada de investidores e analistas também são importantes e tendem a oscilar significativamente entre diferentes ambientes de mercado situados em uma mesma jurisdição.

Adicionalmente, a CVM não considera válida a analogia proposta entre a exigência regulatória prevista no art. 3º e as práticas de provedores de índices globais, tendo em vista que se prestam a objetivos inteiramente distintos.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

ANBIMA sugere alterações ao **caput** e ao inciso I do § 1º do art. 3º, bem como ao § 5º desse mesmo artigo, com objetivo de esclarecer que suas disposições se referem ao mercado principal dos valores mobiliários que servem de lastro para a emissão de BDR.

Também solicita que seja excluída do inciso II do § 1º do art. 3º a referência a certificados de depósito de ações. Sugere também a exclusão da alínea “b” do inciso II do § 1º do art. 3º, bem como o § 2º desse mesmo artigo.

De acordo com ANBIMA, o objetivo é permitir que os BDR tenham no futuro maior volume de negociação no mercado brasileiro do que o volume de negociação dos valores mobiliários que servem de lastro para emissão desses BDR em seu principal mercado de negociação. ANBIMA compreende que não se deve impedir, sob nenhuma hipótese, o eventual êxito futuro do mercado brasileiro, caso os BDR venham a demonstrar maior atratividade e liquidez no mercado brasileiro.

As mudanças sugeridas fariam com que os valores mobiliários que servem como lastro para os BDR fossem tratados de forma distinta e desagregada dos certificados desses mesmos valores mobiliários. Consequentemente, seria admitida a possibilidade de um emissor estrangeiro obter



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

seu registro perante a CVM indicando como principal mercado de negociação um ambiente de mercado estrangeiro no qual suas ações fossem negociadas, apesar de a maior parte do volume estar concentrada em certificados de depósito desses mesmos valores mobiliários no mercado brasileiro. Isso, no entanto, representaria um desvirtuamento dos propósitos visados pela norma.

A preocupação legítima em fazer com que a norma não torne o emissor refém do eventual êxito da negociação dos BDR no Brasil, superando o volume negociado no exterior e tornando-se assim o mercado brasileiro o principal mercado de negociação do emissor, já se encontra contemplada na previsão do § 5º do art. 3º.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

Grupo Leste pede que a redação do inciso II do § 1º do art. 3º seja aprimorada para esclarecer que o mercado principal de negociação do emissor estrangeiro pode ser o Brasil, de forma que o dispositivo deve manter a possibilidade de a oferta inicial do emissor buscar levantar recursos no Brasil, conforme decisão do Colegiado de 29.09.2020 (Processo CVM nº 19957.005751/2020-01).

Conforme observado anteriormente, não houve alteração relevante no tocante à forma como a regulamentação leva em conta a localização geográfica do principal mercado de negociação do emissor. Assim como na redação atual da Resolução CVM 80, a redação resultante da presente reforma continua a considerar relevante que o principal mercado de negociação esteja localizado no exterior.

Além disso, a via para obtenção de registro que leva em consideração a localidade do principal mercado de negociação não é a única disponível para o emissor estrangeiro, que pode optar pelas alternativas previstas nos arts. 4º e 5º.

Aura Minerals propõe a exclusão dos §§ 2º e 3º do art. 3º do Anexo A. A participante acredita que exigir que o emissor mantenha um certo volume de negociação em determinado mercado vai contra o racional do mercado de capitais. Defende que bolsas relevantes no mundo, como a NYSE e



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

a B3, podem ser tão ou mais relevantes quanto a de origem e é de se supor que carreguem um volume maior de negociação, não sendo este um problema em si. A participante também alega que é praticamente impossível que uma empresa controle para qual mercado migrará sua maior liquidez.

A norma não assume que o emissor vá, muito menos que deva, controlar os níveis de liquidez dos valores mobiliários de sua emissão nos vários mercados em que são admitidos à negociação, para atender ao disposto no art. 3º.

O que a norma faz é disponibilizar, para emissores que naturalmente se enquadram na situação prevista no dispositivo em questão, uma forma de acesso ao mercado de capitais brasileiro, reconhecendo que eles representam menor risco e que um regime mais restritivo não se justificaria.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

3.2.3. Características do emissor estrangeiro (arts. 4º e 5º)

O art. 4º prevê que a segunda alternativa que o emissor pode escolher para demonstrar sua condição de emissor estrangeiro é comprovar que ele atende cumulativamente às seguintes condições:

(a) é um emissor estrangeiro há mais de 18 meses; e

(b) nos 18 meses anteriores manteve: (i) ininterruptamente ao menos 25% das ações representativas de seu capital social em circulação; e (ii) volume financeiro médio diário de negociação no exterior das ações e de certificados de depósito de valores mobiliários lastreados em ações, igual ou superior a R\$25 milhões.

B3 indica que outras jurisdições adotam modelos e níveis de **free float** diferentes dos indicados na norma, o que poderia, na prática, comprometer ou inviabilizar a alternativa proposta.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim, sugere que a fixação dos patamares exigidos para utilização dessa via de acesso pelo emissor estrangeiro seja transferida para os regulamentos das entidades administradoras de mercado organizado de valores mobiliários. B3 salienta que o dinamismo do mercado pode levar à necessidade de ajustes nestes valores em tempo e frequência incompatíveis com o processo normativo da CVM.

Acrescenta também que esse já é o modelo adotado para fins de reconhecimento de mercado e que esses regulamentos são aprovados pela CVM nos termos da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, de forma que a CVM poderá avaliar a adequação dos valores propostos pelas entidades administradoras de mercado organizado.

Caso essa sugestão não seja acatada, B3 propõe que o percentual exigido na alínea “a” do inciso II do art. 4º seja reduzido para a faixa entre 10% e 15% do capital social da companhia, dado que o percentual da norma se afasta da prática internacional e poderia comprometer ou inviabilizar que muitas companhias listadas em bolsas de valores de mercados relevantes se utilizem deste mecanismo, o que poderia comprometer a efetividade da norma e o desenvolvimento do mercado de BDR no país.

B3 salienta que, conforme a tabela abaixo indica, o critério de ações em circulação não é utilizado por todas as bolsas de valores como pré-requisito para listagem, como é o caso da NYSE e da NASDAQ. Além disso, afirma que, mesmo quando utilizado por outras bolsas relevantes, o patamar de 25% somente é verificado na LSE, onde se encontra em revisão para tornar o mercado local mais atrativo para listagem de companhias, após a saída do Reino Unido da União Europeia.

Bolsa	Local	Utiliza?	Patamar
NYSE	Estados Unidos	Não	N/A
NASDAQ	Estados Unidos	Não	N/A
TSX	Canadá	Sim	20%
MSE	México	Sim	12-15%
LSE	Reino Unido	Sim	10-25%
Euronext	Europa Continental	Sim	5-20%
JSE	África do Sul	Sim	10-20%
SGX	Singapura	Sim	10%



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

HKEx	Hong Kong	Sim	15-20%
ASX	Austrália	Sim	20%

B3 também sugere a redução a redução do volume médio diário de negociação exigido na alínea “b” do inciso II do art. 4º para R\$ 10 milhões.

O participante aponta que atualmente seu Manual do Emissor exige, para a admissão à negociação de BDR não patrocinado, capitalização de mercado de U\$ 5 bilhões, ações em circulação e volume médio diário de negociação (ADTV) de U\$ 5 milhões. De acordo com B3, essa exigência tem impossibilitado a admissão à negociação de inúmeros BDR não patrocinados, inclusive de companhias brasileiras que realizaram IPO em outros mercados, com captações bem-sucedidas e sob a supervisão de entidades administradoras de mercado reconhecidas. Cita que apenas 3 dentre 10 companhias brasileiras que realizaram ofertas em outros mercados, entre 2018 e junho de 2021, se enquadrariam nos requisitos do Manual do Emissor.

B3 argumenta que outra evidência de que a exigência do volume médio diário de negociação de R\$25 milhões é muito restritiva é que, dentre as 495 ações negociadas na B3 em junho de 2021, apenas 107 ações apresentaram ADTV superior a R\$25 milhões.

B3 salienta que, caso seu Manual do Emissor, que está em reavaliação, considerasse um ADTV de R\$10 milhões seria possível a admissão à negociação de sete das companhias brasileiras que, de forma bem-sucedida, se listaram em outros mercados entre 2018 e junho de 2021 e estão sob a supervisão das entidades competentes dessas jurisdições, conforme indica a tabela abaixo.

	Volume médio diário negociado (USD)	Capitalização de Mercado (USD)	Admissão de BDR?
XP INC	52.714.740	22.954.960.896	Sim
PAGSEGURO	111.789.832	18.787.072.000	Sim
STONECO	158.234.736	18.387.724.288	Sim
AFYA LTD	4.732.377	2.266.532.864	Não
ARCO	7.888.131	1.629.728.000	Não
NEXA	1.226.996	1.074.077.184	Não
VINCI PARTNERS	3.040.000	707.435.904	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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

VASTA	1.099.753	633.450.240	Não
VITRU LTD	356.496	407.400.352	Não
PATRIA	4.620.000	2.200.000.000	Não

Já Aura Minerals propõe que o volume financeiro médio diário de negociação no exterior das ações e certificados de depósitos de valores mobiliários lastreados em ações exigido na alínea “b” do inciso II do art. 4º seja reduzido para R\$ 5 milhões.

Aura Minerals defende que o valor proposto na norma, embora possa ser adequado para companhias listadas no Novo Mercado, seria alto para emissores estrangeiros de BDR. A participante informa que era a única emissora estrangeira listada anteriormente no exterior e que hoje, após o processo de IPO e de uma oferta subsequente no Brasil, o volume médio diário dos últimos 18 meses, somando negociações na bolsa estrangeira (TSX) e negociações de BDR na B3, somam pouco mais de R\$ 9 milhões por dia.

Chediak Advogados também opinou sobre o art. 4º e sugere que a CVM repense os patamares indicados para ações em circulação e volume médio diário de negociação, e também a própria necessidade de os indicar, já que, com a eliminação do critério de localização dos ativos e receitas, essa será a única via de acesso para emissores que não participam de um mercado reconhecido ou cujo supervisor local não tenha celebrado com a CVM o acordo de cooperação exigido.

O escritório teme que essa exigência atrapalhe o potencial da bolsa brasileira em se tornar uma referência regional. Chediak Advogados acredita que poucas bolsas estrangeiras se classificariam como um “mercado reconhecido”. Em função disso, ressalta que companhias de países como Chile e Colômbia, que não têm um mercado de capitais tão desenvolvido quanto o brasileiro, enfrentariam maiores barreiras no acesso ao mercado brasileiro.

Grupo Leste pede a exclusão dos arts. 4º e 5º em função de seus comentários ao art. 2º.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A CVM concorda com as manifestações que sinalizaram a necessidade de flexibilização dos parâmetros previstos no art. 4º, tendo ajustado a norma na forma da sugestão alternativa apresentada por B3.

ANBIMA e Aura Minerals sugerem que a norma esclareça que as ações que servem de lastro para a emissão de BDR que estejam em circulação no mercado brasileiro devem ser consideradas para calcular se o emissor manteve em circulação ao menos 25% das ações representativas de seu capital social durante o período exigido.

ANBIMA indica que essa interpretação seria condizente com a alínea “b” do inciso II do art. 4º que expressamente considera a soma das ações negociadas no exterior com os BDR negociados no Brasil.

A leitura da norma feita pelos participantes é correta, porém a CVM considerou que uma mudança no texto na tentativa de reforçar essa interpretação e trazer maior clareza ao tópico, além de não ser necessária, poderia ter efeito oposto ao desejado.

O art. 5º prevê que a terceira alternativa que o emissor pode escolher para demonstrar sua condição de emissor estrangeiro é comprovar que ele tem sede em país cujo supervisor local tenha celebrado com a CVM acordo bilateral específico voltado para a cooperação, troca de informações e aumento da efetividade das medidas de fiscalização e supervisão.

Aura Minerals sugere que esse artigo seja excluído, uma vez que o emissor não possui ingerência no acordo celebrado entre a CVM e o supervisor local, e que o § 2º do art. 5º prevê que a CVM pode determinar o ajuste ou o cancelamento de programas registrados, caso ocorra a modificação ou rescisão dos referidos acordos, o que prejudicaria não só os emissores como também os investidores.

Caso a CVM entenda conveniente manter o dispositivo, Aura Minerals sugere, alternativamente, que ele se aplique somente a novos emissores de forma a preservar o princípio



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

da segurança jurídica que garante a previsibilidade nos negócios e que norteia as relações que devem ser observadas no processo de aprimoramento da regulamentação aplicável aos programas de BDR.

De fato, a existência de acordos entre a CVM e o supervisor local está fora do controle do emissor estrangeiro. Contudo, sua presença na norma ainda assim se justifica, dado que abre mais uma possibilidade para que emissores estrangeiros acessem o mercado de capitais brasileiro.

Ademais, a CVM compreende a importância da segurança jurídica para os emissores e levará em conta esse fator em eventuais decisões de celebração e, sobretudo, rescisão de acordos com reguladores estrangeiros para os fins de que trata a norma. Entretanto, não há como antecipadamente assegurar que os registros de emissores que tenham se baseado na existência de um acordo de supervisão serão mantidos inalterados em um cenário em que tal acordo deixe de existir.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

ANBIMA e Grupo Leste sugerem que a hipótese de cancelamento de programa de BDR pela CVM seja excluída do § 2º do art. 5º.

ANBIMA entende que, em caso de rescisão ou modificação dos acordos existentes entre supervisor local e a CVM, não havendo violações às normas editadas pela CVM pelo emissor estrangeiro, o programa de BDR não deve ser cancelado, uma vez que essa medida pode gerar custos e impactos negativos para o emissor e os investidores.

Grupo Leste alega que a medida é extremamente gravosa e que os principais prejudicados serão os investidores. Para o participante, o cancelamento só deveria ocorrer após descumprimento relevante por parte do emissor de suas obrigações e, na norma, o cancelamento pode ocorrer sem que o emissor tenha descumprido qualquer norma, gerando grande insegurança jurídica.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Como acima destacado, a CVM compreende a importância da segurança jurídica para os emissores e levará em conta esse fator em eventuais decisões de celebração e, sobretudo, rescisão de acordos com reguladores estrangeiros para os fins de que trata a norma.

A propósito do tema, vale destacar que desde 2006 existe disposição análoga abrangendo o cenário em que órgãos reguladores passem a ser considerados não cooperantes para fins de assistência e mútua para troca de informações (art. 2º, § 4º, da Instrução CVM 332), sem que até o momento se tenham verificado os problemas a que os proponentes se referem.

Contudo, não há como antecipadamente assegurar que os registros de emissores concedidos sob a premissa de existência de um acordo de supervisão serão mantidos inalterados em um cenário em que tal acordo deixe de existir.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

ANBIMA sugere a inclusão de novo artigo para que seja mantida a possibilidade atual de enquadramento do emissor na condição estrangeiro por meio da comprovação de manutenção de menos de 50% dos ativos e receitas no Brasil.

Em consequência, sugere ajustes no **caput** do art. 2º e em seu parágrafo único para incluir referência ao novo artigo.

ANBIMA defende que os arts. 3º e 4º, como propostos, são efetivamente “inatingíveis” pelos emissores estrangeiros que não sejam listados em mercado reconhecido, ou que pretendam que a liquidez dos BDR no mercado brasileiro ultrapasse a liquidez no mercado estrangeiro das ações que servem de lastro para sua emissão, ou, ainda, pelos emissores estrangeiros que não tenham um histórico de 18 meses ou mais de negociação em bolsa com dispersão e uma liquidez diária extremamente relevantes.

Salienta também que o art. 5º trata de hipótese futura e incerta de celebração de acordos bilaterais com reguladores estrangeiros, de conteúdo ainda desconhecido, que dependem das



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

relações institucionais entre os países e podem demorar um tempo inestimável, o que torna tal hipótese inviável, dada a dinâmica do mercado de capitais e das janelas de mercado.

ANBIMA chama a atenção que o emissor estrangeiro que venha a se enquadrar no artigo por ela proposto também deverá estar sujeito a um supervisor local que tenha competência para obter e repassar à CVM as informações abrangidas pelo memorando multilateral de entendimento da OICV/IOSCO, o que confere proteção contra riscos acarretados por emissores estrangeiros.

A experiência prática recente revelou que o critério de localização geográfica de ativos e receitas tem limitações para lidar com um conjunto significativo de casos, como, por exemplo, emissores em estágio inicial e ainda sem receitas ou ativos relevantes e emissores que se qualificam como entidades de investimento.

Ademais, o atingimento de requisitos relacionados a percentuais de ativos e receitas no exterior mitiga o risco de que emissores essencialmente brasileiros se valham da estrutura de BDR meramente para afastar a incidência da Lei nº 6.404, de 1976, mas não traz consigo qualquer medida de reforço da capacidade de supervisão sobre o emissor estrangeiro. De fato, medidas de **enforcement** – seja da parte de reguladores, autorreguladores ou dos próprios investidores – podem se mostrar ainda mais difíceis quando os ativos e receitas do emissor estão no exterior.

Assim, a CVM optou por privilegiar outros mecanismos de acesso de emissores estrangeiros ao mercado de capitais brasileiro e, especificamente quanto ao mecanismo de acordos bilaterais, apontado nos comentários como de estrutura desconhecida e duração inestimável, espera-se que essas dificuldades iniciais sejam superadas com a efetiva celebração de acordos.

Diante do exposto, a sugestão não foi aceita.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.2.4. Situações em que o enquadramento na condição de emissor estrangeiro deve ser comprovado (art. 6º)

O art. 6º prevê que o enquadramento do emissor nos requisitos previstos nos arts. 3º, 4º ou 5º deve ser demonstrado em 5 situações: (a) no registro do emissor; (b) na realização de oferta pública de distribuição de certificados de depósito de valores mobiliários – BDR; (c) no registro de programa de BDR; e (d) na conversão de nível de programa de BDR.

ANBIMA e Grupo Leste propõem que a necessidade de demonstrar o enquadramento na condição de emissor estrangeiro para a realização de ofertas públicas subsequentes (inciso II do art. 6º) seja excluída da norma por trazer insegurança jurídica para o emissor que já efetuou sua oferta inicial.

Em consequência, sugerem que seja excluída a previsão do § 1º do art. 6º de que o intermediário líder deve declarar o cumprimento dos requisitos previstos nos arts. 3º, 4º ou 5º no caso de oferta pública de distribuição. Também alertam para a necessidade de ajuste dos §§ 1º e 3º do art. 6º.

ANBIMA e Grupo Leste compreendem que as verificações previstas no § 1º do art. 6º podem trazer insegurança jurídica para o emissor que já realizou oferta inicial.

Grupo Leste argumenta que, no caso de um emissor que já realizou oferta inicial de distribuição no Brasil e tem seus BDR negociados no mercado brasileiro, seria prejudicial impedir uma oferta pública subsequente caso ele não atenda os arts. 3º, 4º e 5º. Isso porque a oferta subsequente pode ser fundamental para a manutenção da saúde financeira do emissor e seu impedimento prejudicaria os próprios investidores brasileiros.

Grupo Leste também alega que a CVM só impede a realização de operações no mercado de capitais quando há um descumprimento da regulação pelo emissor, e não quando há um “risco teórico” de a CVM não conseguir supervisionar o regulado em eventuais problemas futuros, que podem não ocorrer.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Caso a sugestão não seja acatada, ANBIMA propõe alternativamente que o novo artigo por ela sugerido – mantendo a possibilidade de enquadramento do emissor na condição estrangeiro por meio da comprovação de manutenção de menos de 50% dos ativos e receitas no Brasil – permita que esse percentual seja aumentado para 65% em caso de oferta pública subsequente de BDR.

A norma equilibra a segurança jurídica para o emissor estrangeiro com a necessidade de cumprimento dos requisitos associados ao registro por meio da previsão de marcos específicos em que tais requisitos devem ser verificados. Com isso, mesmo um emissor que deixe de atender os requisitos para obtenção de registro poderá permanecer registrado.

Contudo, suprimir a necessidade de verificação dos requisitos de registro na hipótese de realização de nova oferta pública de distribuição de BDR significaria permitir ao emissor realizar inúmeras novas captações de recursos em situação de permanente desenquadramento, com base no cumprimento pontual da norma em momento que pode estar distante das referidas captações. A proteção da segurança jurídica para o emissor não justifica uma medida com esse alcance.

Adicionalmente, o ajuste promovido no art. 6º, § 3º, conforme comentado adiante, vai ao encontro das preocupações externadas pelos participantes a respeito da segurança jurídica, embora com foco nos emissores já registrados atualmente.

B3 pede que o § 1º do art. 6º esclareça que a declaração prevista no dispositivo é exigida somente em se tratando de programa de BDR patrocinado.

O art. 6º remete aos dispositivos que possibilitam a emissores estrangeiros a obtenção de registro junto à CVM, o qual só é exigido para programas de BDR Nível II e Nível III, que são necessariamente patrocinados. De todo modo, o título do Anexo J da Resolução CVM 80 foi ajustado, com menção específica aos BDR Nível II e Nível III, para trazer ainda maior clareza quanto ao alcance de suas disposições.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O § 3º do art. 6º prevê que os emissores estrangeiros registrados na CVM antes de 31.12.2009 estão dispensados da comprovação de seu enquadramento na condição de emissor estrangeiro quando da realização de oferta pública de BDR ou do registro de programa de BDR.

ANBIMA, BMA, Grupo Leste e Pinheiro Neto entendem que, dada a magnitude das alterações realizadas nos requisitos para enquadramento como emissor estrangeiro, a dispensa do § 3º do art. 6º deveria se aplicar a todos emissores registrados como estrangeiros antes da entrada em vigor da norma, tendo em vista os princípios da igualdade e segurança jurídica.

BMA e Pinheiro Neto chamam a atenção que, uma vez que o critério de localidade dos ativos e receitas previsto na redação atual do Anexo 32-I será substituído por outros parâmetros, os emissores estrangeiros que obtiveram seu registro de emissor estrangeiro com base nesse critério após 31.12.2009 poderiam ficar impedidos de realizar ofertas subsequentes, caso não se enquadrem nos novos critérios estabelecidos.

Grupo Leste entende que se aplicam ao § 3º do art. 6º os mesmos argumentos colocados para solicitar a exclusão do § 1º desse mesmo artigo.

As sugestões foram consideradas pertinentes e o § 3º foi ajustado para abarcar os emissores estrangeiros registrados antes de 31 de dezembro de 2022.

3.2.5. Entidades de investimento (art. 8º)

O art. 8º estabelece que o emissor estrangeiro registrado na categoria A que seja uma entidade de investimentos, conforme definição das normas contábeis, deve enviar à CVM e manter em sua página na internet as informações específicas previstas nos incisos I a V, além das demais informações exigidas na norma.

ANBIMA solicita a exclusão do art. 8º e de seus parágrafos, dado que todas as informações relevantes das entidades de investimento já estão dispostas em outros documentos do emissor,



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

como as demonstrações financeiras, de forma que as obrigações adicionais colocadas no art. 8º aumentariam demasiadamente o custo de observância.

Argumenta também que não seria pertinente exigir das entidades de investimento dados usualmente divulgados por fundos de investimento, que possuem natureza distinta daquelas entidades.

ANBIMA salienta que as sociedades qualificadas pelas normas contábeis como “entidades de investimento” são, em regra, sociedades limitadas por ação reguladas pelas normas de sua jurisdição e que apresentam semelhanças bastante marcantes com uma sociedade anônima, tal como administração exercida por um conselho de administração e necessidade de elaboração de demonstrações financeiras no padrão IFRS, auditadas por auditor independente.

ANBIMA entende que criar obrigações adicionais de divulgação pelo fato dessas sociedades serem qualificadas pelas normas contábeis como “entidades de investimento” representa um custo de observância desproporcional.

Um dos objetivos visados com a presente reforma foi conferir maior segurança sobre a possibilidade de emissores estruturalmente similares a fundos de investimento emitirem BDR no mercado brasileiro, o que antes era passível de dúvidas, diante do requisito de que o emissor fosse assemelhado a uma companhia aberta, sem maior detalhamento sobre em que consistiria tal semelhança. Assim, o regime resultante da presente reforma é mais flexível em relação a emissores que venham a se enquadrar como entidades de investimento do que o regime anterior.

Como complemento a esse movimento de abarcar um rol maior de possíveis emissores, é necessário adaptar a norma para a prestação de informações pertinentes ao novo tipo de emissor.

Nesse sentido, o art. 8º requer especificamente 5 categorias de informação de emissores que se qualificam como entidades de investimento.

As informações contempladas nos incisos I a III do art. 8º – referentes a taxas, encargos e prestadores de serviços – compreendem dados de natureza objetiva e facilmente disponíveis aos



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

emissores. Similarmente, a composição da carteira, objeto do inciso V, também é uma informação cuja existência é inerente à execução das atividades de entidades de investimento. Já a informação de que trata o inciso IV é proximamente relacionada a regras contábeis de mensuração de investimentos por valor justo e que já devem ser observadas por emissores enquadrados como entidades de investimento. Tais regras não são mais onerosas do que as aplicáveis no Brasil a fundos de investimento classificados como entidades de investimento, nos termos das Instruções CVM nº 578 e nº 579, ambas de 30 de agosto de 2016.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

3.3. Outros comentários à Minuta B

SEAE/ME indaga se os custos para as empresas decorrentes das propostas da Minuta B foram quantificados e comparados com eventuais benefícios, de modo a não prejudicar a concorrência do setor, a perda de dinamismo desse mercado e prejuízo ao ambiente de negócios para novos entrantes.

A participante entende que a norma apresenta potenciais impactos e efeitos negativos sobre a concorrência e sobre o custo dos negócios que envolvem o mercado dos programas de BDR, principalmente considerando que a nova proposta de regulamentação desestimula os programas não patrocinados (ao impedir, por exemplo, que eles sejam negociados em mercados não organizados) e aumenta as exigências regulatórias dos emissores considerados como entidades de investimento.

Como exposto ao longo do presente relatório, a norma buscou equilibrar o incentivo a que emissores estrangeiros acessem o mercado de capitais brasileiro com as necessárias medidas de proteção à poupança popular. Esse equilíbrio não é suscetível de ser mensurado de maneira estritamente quantitativa, mas a adequação da norma pode ser avaliada por diversos outros meios, inclusive a partir da experiência com casos concretos.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As regras vigentes sobre BDR já refletem diversas iniciativas de flexibilização de exigências feitas ao longo dos últimos anos, originadas de demandas de participantes de mercado. A despeito de tais iniciativas, o número de agentes com presença ativa em mercados de capitais estrangeiros e que pleiteou o registro de emissor estrangeiro junto à CVM foi relativamente reduzido ao longo do histórico recente. Por outro lado, a partir dos pedidos de registros efetivamente formulados, foram evidenciadas fragilidades na estrutura de supervisão concebida pela regulação que em última análise motivaram a presente reforma, conforme comentado no Edital da Audiência Pública.

Por fim, tendo em vista as menções específicas a negociação de BDR em mercados não organizados e a entidades de investimento, vale comentar que (i) mesmo sob a égide da Instrução CVM 332, a negociação de BDR sempre se deu predominantemente em mercados organizados; e (ii) como mencionado acima, a norma não restringe, e sim traz maior segurança jurídica, a programas de BDR que tenham como lastro valores mobiliários emitidos por entidades de investimento.

4. Sugestão para alteração da Instrução CVM 359

B3 sugere vários aprimoramentos da Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002 (“Instrução CVM 359”), que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos Fundos de Índice, com cotas negociáveis em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.,

A participante argumenta que, por terem pertinência temática com o objeto da presente audiência e por resultarem em redução do custo de observância, as sugestões de aprimoramento da Instrução CVM 359 poderiam ser contempladas nesta oportunidade, sem necessidade de realização de nova audiência pública.

As sugestões do participante envolvem mudanças normativas que não fizeram parte das Minutas apresentadas à Audiência Pública nem delas decorrem diretamente. De fato, o participante foi o único a abordar o tema e agentes de mercado sujeitos à Instrução CVM 359 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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

se manifestaram sob qualquer aspecto da presente Audiência Pública. Diante disso, a CVM optou por conduzir oportunamente as eventuais mudanças em processo normativo apartado.

Rio de Janeiro, 11 de maio de 2023.

(Original assinado por)

ANTONIO BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

RAPHAEL SOUZA

Gerente de Desenvolvimento de Normas 1