



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.009969/2018-11

Reg. Col. nº 1345/2019

**Interessados:**

PPL Participations Ltd.

BTG Pactual Holding S.A.

**Assunto:**

Oferta pública de aquisição para descontinuidade do Programa de *Brazilian Depositary Receipts* -BDR Nível III e cancelamento do registro de emissor estrangeiro de PPLA Participations Ltd. com adoção de procedimento diferenciado

#### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Este breve voto tem por objetivo sintetizar as razões pelas quais respeitosamente divirjo da maioria do Colegiado e da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) quanto à exigência de que o procedimento diferenciado para descontinuidade voluntária do programa de Certificado de Depósito de Ações – BDR Nível III (“Programa BDR”) de emissão de PPL Participations Ltd. (“Companhia”), que consiste na realização de oferta pública de aquisição de *units* e BDR (“Oferta”), inclua a possibilidade de os titulares de BDR solicitarem a revisão do preço da Oferta, em linha com a regra contida no art. 4º-A da Lei nº 6.404/1976 e nos artigos 23 e 24 da Instrução CVM nº 361/2002.
2. A regulação da CVM delegou às entidades administradoras de mercados organizados competência para fixar procedimentos para descontinuidade dos programas de BDR (artigo 7º da Instrução CVM nº 332/2000). Trata-se de opção relativamente recente, de 2017, tomada a partir da experiência até então acumulada pela casa, e consubstanciada na Instrução CVM nº 585/2017.
3. Como bem destacado pela área técnica em seu memorando, o pressuposto do modelo desde então adotado é que os regulamentos emitidos pelas entidades administradoras de mercados organizados estabeleçam procedimentos detalhados para cancelamento do registro de um programa de BDR.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

4. Exercendo a competência que lhe foi delegada, a B3 passou a tratar da matéria em seu Manual do Emissor, cujas alterações são submetidas à aprovação da CVM. O procedimento padrão previsto no referido manual busca proteger os interesses dos titulares de BDR na iminência do cancelamento do programa franqueando-os duas opções: (i) substituir sua participação em BDRs pela titularidade dos valores mobiliários subjacentes ao referido certificado de depósito, passando, dessa maneira, a deter investimento no mercado principal no exterior; ou (ii) proceder ao desinvestimento no mercado original<sup>1</sup>.

5. Noto que o procedimento padrão estabelecido no Manual do Emissor para descontinuidade de um programa de BDR é substancialmente diferente daquele previsto na legislação pátria para o cancelamento de registro de companhia aberta, muito embora possa-se ver, ao menos na perspectiva do investidor, certa similitude entre as duas operações. Embora as regras de direito societário brasileiro não sejam aplicáveis aos emissores estrangeiros<sup>2</sup>, CVM e B3 poderiam, ao regular o procedimento para cancelamento do programa de BDR, ter emulado as regras locais referentes ao fechamento de capital. Optaram, contudo – a meu ver, acertadamente –, por não o fazer.

6. No caso em tela, o procedimento padrão para descontinuidade do programa de BDR não é adequado. Na verdade, ele sequer funcionaria, uma vez que os valores mobiliários subjacentes aos certificados de depósito não contam com nenhuma liquidez no mercado principal e que há intenção declarada de cancelar a listagem também no exterior. Para esses casos, o Manual da B3 não possui um procedimento detalhado, limitando-se a prever que, a depender das características do mercado e da base de investidores, procedimentos diferenciados poderão ser adotados (i) a pedido da instituição depositária ou do emissor estrangeiro (item 6.6.7, §2º) ou (ii) por determinação da B3 (item 6.6.7, §2º). Nas hipóteses de procedimento diferenciado, e exceto no caso de programa de BDR Nível I Não Patrocinado, o procedimento aprovado pela B3 deve ser submetido à CVM para aprovação final (item 6.6.7, §6º).

7. Como bem colocado pela área técnica em seu memorando, “a análise do referido procedimento diferenciado pela CVM, tenha sido ele proposto pelo emissor estrangeiro, seu controlador ou pela B3, deve pautar-se pelos princípios da razoabilidade e proporcionalidade, tendo como base de comparação aquilo que é garantido aos detentores de BDR nos procedimentos

---

<sup>1</sup> Vide item 6.6.7, (iii) do Manual do Emissor.

<sup>2</sup> Sobre esse ponto, reporto-me ao voto que proferi no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/10545, de relatoria do Diretor Carlos Rebello, j. em 19.02.2019.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

ordinários definidos na regulamentação aplicável” (grifei). É justamente esse exercício que me leva a divergir da área técnica no tocante a exigência adicional por ela formulada e aprovada pela maioria do Colegiado.

8. Com efeito, o Ofertante propôs no caso em tela um procedimento que replica, quase que na totalidade, uma oferta pública para cancelamento de registro de companhia brasileira, incluindo não só as exigências legais como os requisitos adicionais instituídos no normativo da CVM. Trata-se de um regime bastante protetivo, que empodera os titulares dos valores mobiliário objeto, permitindo-os, inclusive, obstaculizar a operação proposta pelo ofertante. Trata-se, portanto, de uma regra muito mais protetiva do que aquela estipulada no Regulamento do Emissor como procedimento padrão para descontinuidade do programa de BDR.

9. Nesse sentido, destaco que o procedimento padrão em vigor não permite que os titulares de BDR obstem a descontinuidade do programa. Também não os permite questionar o preço. A bem da verdade, o *sale facility* previsto no Manual do Emissor é apenas um procedimento para transferir ao ofertante o ônus de estruturar a liquidez dos ativos subjacentes aos BDRs no mercado principal. Não há, vale frisar, exigência de venda a um “preço justo” similar àquele previsto nos artigos 4º e 4º-A da Lei Societária. O preço a ser obtido pelos titulares de BDR é aquele praticado no mercado principal, sendo que o procedimento padrão sequer inclui regras para minimizar o potencial impacto negativo que a pressão vendedora pode ter no preço do papel<sup>3</sup>.

10. Diante de todo o exposto, respeitosamente divirjo dos demais membros do Colegiado por entender que a exigência de que o procedimento diferenciado para descontinuidade voluntária do Programa BDR da Companhia inclua a possibilidade de os titulares de BDR solicitarem a revisão do preço da Oferta, não é razoável nem proporcional ao procedimento padrão para descontinuidade de planos estabelecido na regulação aplicável.

É como voto.

Rio de Janeiro, 2 de abril de 2019

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor

---

<sup>3</sup> Ainda que essas possam ser estabelecidas nas operações, considerando as especificidades do valor mobiliário, a base de investidores e as condições de liquidez no mercado principal.