



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 10/2020-CVM/SDM/GDN-1

Rio de Janeiro, 21 de setembro de 2020.

À SEP/EXE

Assunto: Resposta a consulta formulada pela SEP sobre a Instrução CVM nº 480/09, recém alterada pela Resolução 3/20.

Pedido de registro inicial de emissor estrangeiro de valores mobiliários na categoria A

19957.005751/2020-01

O presente processo administrativo foi instaurado por conta do pedido de registro inicial de emissor estrangeiro apresentado por Navios South American Logistics Inc. (“Companhia”, “Emissora” ou “Navios”).

O pedido foi dirigido à Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), que no curso de sua análise veio a consultar esta Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) sobre determinados aspectos da Instrução CVM nº 480, de 2009, tendo em vista sua alteração recente pela Resolução CVM nº 3, de 2020.

As principais características do caso são as seguintes: a Emissora tem sede nas Ilhas Marshall, está em processo de listagem na bolsa de valores das Ilhas Cayman (“CSX”), possui menos de 50% (cinquenta por cento) de seus ativos e receitas no Brasil e pretende fazer uma oferta pública de distribuição primária e secundária de certificados de depósito de ações da espécie Patrocinado Nível III no Brasil.

Consulta

Especificamente, a consulta apresentada pela SEP envolve o conceito de principal mercado de negociação, para fins de verificação se a Emissora atende o requisito

de estar sujeito à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação.

Na visão da SEP, como a Companhia não tem histórico de negociação de ações ou certificados de depósito de ações em nenhum mercado, fica afastada a definição de principal mercado de negociação prevista na alínea “a” do inciso II do § 1º do art. 1º.

Restaria então a definição da alínea “b” do mesmo dispositivo, o qual, no entanto, faz menção ao ambiente de mercado que tenha recebido o pleito de listagem “das ações” do emissor e sediado no país em que o emissor obtiver a maior parte dos recursos da oferta pública inicial de distribuição “das ações”. Como a Navios listará no Brasil BDR, e não ações, ela tampouco estaria enquadrada nessa alínea, logo não teria um principal mercado de negociação, segundo a interpretação da SEP.

Por fim, a SEP registra que essa leitura estaria alinhada a um dos objetivos que deveriam ser alcançados pela norma ao definir o principal mercado de negociação, qual seja, buscar o engajamento de reguladores dos países de origem da listagem. Sem valores mobiliários em circulação nos países de origem, os reguladores de tais locais poderiam não priorizar a supervisão desses emissores.

Manifestação da SDM

Inicialmente, é importante deixar registrado que, uma vez editadas as normas, as áreas de supervisão e, em última instância, o Colegiado são competentes para interpretá-las, podendo nelas enxergar alcance e finalidade distintos das que originalmente motivaram o ato normativo.

No entanto, como a motivação para a edição de uma norma usualmente é um dos fatores levados em consideração nessa interpretação – e como a SDM participa ativamente do processo de criação da norma, que no caso específico é extremamente recente –, apresentamos nossas considerações sobre o tema que nos foi encaminhado.

Ainda em sede inicial, cabe o registro também de que a presente manifestação se atém ao conceito de principal mercado de negociação sob a redação recém conferida ao anexo 32-I da Instrução CVM nº 480, de 2009. Desse modo, não foram analisados outros dispositivos da Resolução CVM nº 3, de 2020, independentemente de sua eventual aplicação ao caso concreto. Tampouco o pedido de registro inicialmente dito foi objeto de análise, o que não estaria sequer nas competências desta SDM.

Feitos esclarecimentos e passando ao cerne da consulta, os dispositivos relevantes são os seguintes:

Art. 1º Os certificados de depósito de valores mobiliários – BDR podem ter

como lastro:

I – ações emitidas por emissores estrangeiros que sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação e que observem, ainda, um dos seguintes critérios abaixo:

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

b) cujo principal mercado de negociação atenda aos requisitos previstos no § 7º deste artigo;

(...)

§ 1º Considera-se:

(...)

II – principal mercado de negociação:

a) caso o emissor já tenha ações ou certificados de depósito de ações admitidos à negociação, e observado o disposto no § 2º deste artigo, o ambiente de mercado em que, nos 12 (doze) meses anteriores, tais valores mobiliários apresentaram maior volume de negociação; ou

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

1. tenha recebido o pleito de listagem das ações do emissor; e

2. esteja sediado no país em que o emissor obtenha a maior parte dos recursos da oferta pública inicial de distribuição das ações.

Como visto, o conceito de principal mercado de negociação é referido no caput do art. 1º, logo, para qualquer das duas alíneas seguintes em que o emissor se enquadre, esse conceito deve ser examinado. A única distinção é que, possuindo a maior parte de ativos e receitas fora do Brasil, o principal mercado de negociação não precisa atender os requisitos adicionais que são previstos no § 7º.

A análise do principal mercado é pautada no inciso II do §1º do art. 1º, sendo particularmente relevante para o caso a redação da alínea “b” de tal dispositivo, que se refere por três vezes a “ações”. Em outras passagens, a norma se refere a “ações” e a “certificados de depósito de ações”, logo expressamente distinguindo os conceitos.

Embora a literalidade da redação ampare a interpretação feita pela SEP, é importante notar que essa leitura implicaria um regime mais restritivo para emissores com ativos no exterior do que o regime que vigia anteriormente à

edição da norma. Isso porque, anteriormente, um emissor com sede, ativos e receitas no exterior poderia ofertar BDR no Brasil sem ter de enfrentar qualquer questão com relação ao principal mercado de negociação – conceito que nem mesmo existia anteriormente.

Ao que essa SDM tem conhecimento, esse não teria sido um efeito antecipado com a reforma. Na verdade, o objetivo central da reforma foi *facilitar* o acesso ao mercado de capitais por emissores estrangeiros que tivessem valores mobiliários listados em ambientes mais maduros e desenvolvidos, como restou refletido na norma por meio do conceito de “mercado reconhecido”. O conceito de “principal mercado de negociação” é instrumental para o conceito de “mercado reconhecido”, sendo este um possível atributo daquele.

Note-se que a eventual restrição suscitada pela SEP aos emissores estrangeiros com ativos no exterior não foi mencionada no Edital da Audiência Pública 08/19. Veja-se que isso contrasta com a restrição que foi intencionalmente criada, referente à exigência de que tanto os ativos como as receitas estivessem preponderantemente situados no exterior: embora se trate de uma limitação de escopo mais reduzido, ela foi objeto de parágrafo específico no Edital[1].

Também é pertinente recordar as discussões ocorridas em função das contribuições da Audiência Pública. Houve sugestões específicas de exclusão do conceito de “principal mercado de negociação” do caput do art. 1º, de modo a ressaltar o caráter alternativo dos critérios de (i) ativos e receitas no exterior e (ii) principal mercado de negociação. Como argumento apresentado em defesa dessa sugestão, foi apontado que a menção ao “principal mercado de negociação” no caput estaria exigindo do emissor com ativos e receitas no exterior que também tivesse como principal mercado de negociação uma bolsa de valores no exterior.

Na resposta sobre esse tópico no Relatório de Audiência Pública 08/19, restou consignado que a referência ao “principal mercado de negociação” poderia permanecer no caput e que daí não decorreria a exigência de que o principal mercado de negociação se situasse no exterior – se o mercado de maior volume estivesse situado no Brasil, esse seria o “principal mercado de negociação” do emissor estrangeiro. É válido frisar que o relatório de audiência pública foi ajustado, depois de sua divulgação original, para trazer maior clareza sobre esse ponto em particular:[2]

É importante esclarecer que existem, de fato, dois critérios alternativos que qualificam um emissor a ter ações de sua emissão como lastro de BDR no Brasil: o dos “ativos” (art. 1º, I) e o do “mercado de negociação reconhecido” (art. 1º, II, e § 6º, na Minuta e § 7º na versão final da norma). A redação deixa claro que eles não precisam ser observados cumulativamente.

Nesse sentido, vale dizer que o emissor de BDR lastreado em ações necessariamente terá um principal mercado de negociação, conforme definido no art.1º, § 1º, II. Contudo, nem sempre este mercado principal será um mercado reconhecido, conforme redação do § 6º da Minuta e § 7º da versão final da norma. Dessa forma, o requisito do inciso II vai além do principal mercado de negociação e apenas se perfaz com o cumprimento

das exigências do § 7º, que explicitam as características do mercado reconhecido.

Vale dizer, ainda, que no caso de emissor que tenha mais de 50% dos ativos e receitas no exterior, o mercado principal pode estar, inclusive, situado no Brasil. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

(sem destaque no original)

O trecho transcrito acima revela ainda a interpretação de que o “principal mercado de negociação” sempre existirá, o que se explica pelo fato de que o mercado principal é determinado pela comparação dos volumes de negociação ou dos montantes captados em múltiplas localidades. Também aqui a interpretação registrada no relatório diverge da interpretação defendida pela SEP, que permite conceber hipótese em que o “principal mercado de negociação” não exista e com isso um emissor estrangeiro fique impossibilitado de acessar o mercado local.

Se tal interpretação se consolidar, um emissor estrangeiro não terá como viabilizar uma oferta pública inicial de distribuição de BDR que capte recursos preponderantemente no Brasil. 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. Naturalmente, sempre restaria a esse emissor estrangeiro a opção de constituir uma sociedade anônima brasileira, mas uma das razões pelas quais o BDR existe é evitar os custos inerentes a movimentos desse tipo.

Assumindo que não tenha sido esse o efeito desejado, a expressão ações no art. 1º, § 1º, II, “b”, deveria ser lida como abrangendo ações e certificados de depósito de ações. Naturalmente, a redação pode ser ajustada para se adequar a essa leitura, prevenindo dúvidas como a ora enfrentada.

Nesse sentido, encaminhamos o processo à Secretaria Executiva, para inclusão do tema na pauta de reunião do Colegiado, com vistas ao esclarecimento definitivo da controvérsia e deliberação sobre a conveniência de eventual ajuste na norma, ficando esta SDM à disposição para relato da matéria na reunião. Em paralelo, retornamos o processo para a SEP para conhecimento da presente manifestação e continuidade da análise do pedido de registro inicial.

Atenciosamente,

[\[1\]](#) Item 2.1, último parágrafo, do Edital de Audiência Pública 08/19.

[\[2\]](#) Relatório de Análise da Audiência Pública 08/19. Página 12.





Santos de Souza, Gerente, em 21/09/2020, às 11:05, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Carlos Berwanger, Superintendente**, em 23/09/2020, às 17:48, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1101541** e o código CRC **CACA1FOC**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1101541** and the "Código CRC" **CACA1FOC**.*

Referência: Processo nº 19957.005751/2020-01

Documento SEI nº 1101541