

São Paulo, 23 de janeiro de 2015.

OF. DIR – 002/2015 (“Ofício”)

Ilmo. Sr.

Leonardo P. Gomes Pereira

Presidente

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Exma. Sra.

Dra. Flávia Mouta Fernandes

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar.

Rio de Janeiro - RJ

CEP: 20159-900

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 11/2014 – Aprovação dos Programas de
Depository Receipts (“Edital”).**

Prezada Senhora,

Gostaríamos primeiramente de agradecer à Comissão de Valores Mobiliários pela iniciativa desta audiência pública, ressaltando a importância deste Edital para a consolidação de um arcabouço regulatório sólido no que concerne às aplicações de investidores não residentes nos mercados financeiro e de capitais do Brasil por meio de *Depository Receipts* (DR).

A publicação da Resolução nº 4.373/14 do CMN, que reviu o arcabouço que rege as aplicações de investidores não residentes nos mercados financeiro e de capitais brasileiros, ampliou o escopo dos ativos que poderão servir de lastro para programas de DR, passando a incluir não somente ações, mas também valores mobiliários emitidos por companhias abertas e títulos de crédito emitidos por instituições

financeiras (e assemelhadas) de capital aberto¹ elegíveis a compor o respectivo patrimônio de referência.

Esta alteração, por si só, exigiu uma adaptação da regulamentação complementar da CVM, atualmente sob a forma da Instrução nº 317/99, trazendo as atualizações cabíveis diante da nova regulamentação.

Neste contexto, a ANBIMA envolveu na avaliação desta audiência profissionais de diversas áreas das instituições financeiras, observando inclusive as regras do mercado internacional e suas práticas, e apresenta abaixo seus comentários à minuta em consulta:

1. Racionalização de Dispositivo sobre o Lastro dos Programas de DR (Art. 1º, § 1º)

O artigo 1º estabelece que os programas de DR dependem de aprovação pela CVM e reproduz, em seu parágrafo 1º, o texto do artigo 2º, Inciso I, do Regulamento Anexo II à Resolução nº 4.373/14 do CMN, que define os ativos que podem servir de lastro aos programas de DR.

Considerando que o conjunto destes ativos pode vir a ser alvo de alterações futuras no âmbito do CMN, isto poderá demandar adaptações da nova Instrução que exijam um processo de aprovação pelo Colegiado da CVM. Entendemos ser este um processo dispensável e que pode, eventualmente, afetar a celeridade da implementação de mudanças nas regras do CMN, o que vai de encontro ao objetivo de racionalização regulatória inerente à revisão do arcabouço para a aplicação de não residentes.

Assim, para fins de simplificação e uniformização da regulação, sugerimos suprimir o texto do parágrafo 1º do artigo 1º e, em seu lugar, remeter diretamente à regulação do CMN. Ressaltamos que esta solução, muito embora pouco comum em atos da CVM, já foi implementada em outros normativos da Autarquia, como, por exemplo, a Instrução nº 409/04 (Art. 112, §1º, III) e a Instrução nº 325/00 (vários dispositivos).

“Art. 1º O programa de *Depositary Receipts* – DR depende de aprovação pela CVM.

§1º Os programas de DR podem ser lastreados nos seguintes [ativos listados em](#), conforme regulação específica:

~~— valores mobiliários emitidos por companhias abertas brasileiras; e~~

¹ Esta mudança produzirá efeitos a partir de 30/3/2015, data em que a referida Resolução entra em vigor.

~~II – títulos de crédito elegíveis a compor o Patrimônio de Referência emitidos por instituições financeiras e demais instituições de capital aberto autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. [do Conselho Monetário Nacional – CMN.](#)~~

2. Anuência do Emissor dos Ativos-Lastro de Programas de DR Não Patrocinados (Art. 2º, § 2º e Art. 4º, § 2º)

A minuta de Instrução incorpora um novo dispositivo diferenciando o registro dos programas patrocinados e não patrocinados. Para estes últimos, o edital passa a exigir a obtenção de anuência por parte do emissor dos ativos que podem servir de lastro dos programas. A CVM aponta duas principais justificativas para a inclusão desta disposição.

A primeira se refere a eventuais ônus decorrentes dos programas de DR não patrocinados junto a reguladores estrangeiros, podendo gerar obrigações de registro junto à SEC para a companhia cujos ativos sejam lastros destes programas.

Esta questão já havia sido discutida pela CVM na ocasião de uma consulta da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) ao Colegiado da Autarquia sobre o tema, em novembro de 2008², em função do recebimento de diversos pedidos de registro de programas de DR não patrocinados instruídos por bancos depositários após a flexibilização da regra americana de registro de emissores estrangeiros, em outubro de 2008. A área técnica da CVM entrou em contato com advogados norte-americanos, que informaram sobre o risco de serem geradas obrigações de registro junto à SEC para a companhia que tenha ações como lastro de programas de *American Depositary Receipts* (ADR) não patrocinados, caso determinados limites sejam superados.

A SRE consultou, então, o Colegiado da CVM acerca de duas possibilidades. Se deveria condicionar a aprovação de programas de ADR de Nível I não patrocinados à anuência expressa das companhias emissoras ou preferir outras exigências consideradas necessárias por esta instância. Prevaleceu, na ocasião, a segunda opção, com o Colegiado estabelecendo que a SRE deveria encaminhar ofício a toda companhia emissora das ações que lastreariam programa de DR não patrocinado para o qual se requisitasse registro, solicitando manifestação quanto à restrição ou não da companhia num prazo de 15 dias úteis. Caso a companhia emissora não fizesse

² Consulta ao colegiado - Pedidos de aprovação de programas de DR não patrocinados - The Bank of New York Mellon e Banco Itaú S.A. – Proc. RJ2008/10468 e outros. Reg. nº 6282/08. Relator: SRE/GER-2.

restrições ao programa ou não se manifestasse, o pedido seria automaticamente aprovado.

Como resultado desta decisão, uma série de programas de DR não patrocinados - todos destinados ao mercado americano³ – protocolados junto à CVM foram indeferidos em dezembro de 2008.

A primeira opção aventada pela SRE em 2008 é agora resgatada pela minuta constante no Edital, transferindo da CVM para o custodiante/depositário que deseja realizar o programa a responsabilidade de consulta à companhia, conquanto estabelecendo o dever de obter não mais a mera não objeção do emissor do ativo, porém a anuência do mesmo.

A segunda justificativa para a necessidade de anuência advém de uma questão estratégica das companhias, já que a realização de programas de DR patrocinados, comumente, depende de deliberação dos Conselhos de Administração, constituindo uma decisão efetivamente estratégica em relação à captação de recursos de terceiros pelos emissores.

A requisição da anuência, neste caso, visa alinhar os objetivos das instituições depositárias e os anseios das companhias, evitando uma discrepância ou incoerência entre as ações dos depositários e dos emissores dos ativos-lastro de programas de DR não patrocinados.

Em relação à primeira preocupação da CVM, entendemos que a realização dos programas de DR não patrocinados pode, efetivamente, gerar obrigações potenciais para as companhias quando os programas de DR não patrocinados forem lastreados em ações, junto a reguladores estrangeiros, porém, é importante esclarecer, de forma mitigada.

Mantendo o foco no caso norte-americano, a Regra 12g3-2 da *Securities and Exchange Commission* (SEC) estabelece dois conjuntos de critérios para a obtenção da isenção de registro por emissores não norte-americanos, automática após as alterações de outubro de 2008⁴. O primeiro, referente à Regra 12g3-2(b), dispõe que para obter a

³ Conforme disponível no sítio da CVM: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/progdr/progdrindef.asp> (acessado em 26/12/2014).

⁴ Para ser elegível a tal isenção, a companhia não pode ter listado ou ofertado publicamente ativos nos EUA.

isenção de registro bastaria à companhia não norte-americana ter ações listadas em uma ou mais bolsas fora dos EUA, constituindo numa terceira jurisdição o lugar primário de negociação destes ativos, e divulgar relatórios e informações relevantes em inglês em seu sítio na Internet⁵. O segundo, disposto na Regra 12g3-2(a), que pode se aplicar às companhias estrangeiras que não tenham valores mobiliários listados em nenhuma bolsa, estabelece que a isenção se aplica caso, no ano fiscal mais recente, menos de 300 investidores norte-americanos detenham ações da companhia. Ademais, para manter este status nos anos subsequentes, o limite de 300 investidores americanos como acionistas da companhia deve ser respeitado.⁶.

Ao todo, existem quatro tipos de ADRs entre patrocinados e não patrocinados. Dentre as principais diferenças entre os valores mobiliários em questão, é importante destacar: (i) ADRs tipo I mantêm a possibilidade de isenção via norma 12g3-2(b) -- uma característica comum aos ADRs não patrocinados, fornecendo uma entrada fácil e de baixo custo ao mercado de capitais dos EUA, que somente são negociados em

⁵ “§ 240.12g3-2Exemptions for American depository receipts and certain foreign securities. [...]”

(b) (1) A foreign private issuer shall be exempt from the requirement to register a class of equity securities under section 12(g) of the Act (15 U.S.C. 78l(g)) if:

(i) The issuer is not required to file or furnish reports under section 13(a) of the Act (15 U.S.C. 78m(a)) or section 15(d) of the Act (15 U.S.C. 78o(d));

(ii) The issuer currently maintains a listing of the subject class of securities on one or more exchanges in a foreign jurisdiction that, either singly or together with the trading of the same class of the issuer's securities in another foreign jurisdiction, constitutes the primary trading market for those securities; and

(iii) The issuer has published in English, on its Internet Web site or through an electronic information delivery system generally available to the public in its primary trading market, information that, since the first day of its most recently completed fiscal year, it:

(A) Has made public or been required to make public pursuant to the laws of the country of its incorporation, organization or domicile;

(B) Has filed or been required to file with the principal stock exchange in its primary trading market on which its securities are traded and which has been made public by that exchange; and

(C) Has distributed or been required to distribute to its security holders.”

⁶ “§ 240.12g3-2Exemptions for American depository receipts and certain foreign securities. [...]”

(a) Securities of any class issued by any foreign private issuer shall be exempt from section 12(g) (15 U.S.C. 78l(g)) of the Act if the class has fewer than 300 holders resident in the United States. This exemption shall continue until the next fiscal year end at which the issuer has a class of equity securities held by 300 or more persons resident in the United States. For the purpose of determining whether a security is exempt pursuant to this paragraph:

(1) Securities held of record by persons resident in the United States shall be determined as provided in § 240.12g5-1 except that securities held of record by a broker, dealer, bank or nominee for any of them for the accounts of customers resident in the United States shall be counted as held in the United States by the number of separate accounts for which the securities are held. The issuer may rely in good faith on information as to the number of such separate accounts supplied by all owners of the class of its securities which are brokers, dealers, or banks or a nominee for any of them.

(2) Persons in the United States who hold the security only through a Canadian Retirement Account (as that term is defined in rule 237(a)(2) under the Securities Act of 1933 (§ 230.237(a)(2) of this chapter)), shall not be counted as holders resident in the United States.”

mercados de balcão norte-americanos; (ii) ADRs tipo II, por contrário, requerem cadastro e respeito completo às normas da SEC; por conseguinte, tais títulos podem ser negociados em bolsas de valores americanas (NYSE e NASDAQ); e (iii) ADRs tipo III permitem que companhias não norte-americanas captem recursos diretamente no mercado norte-americano via emissão de títulos.

Tabela 1 – Características dos diferentes tipos de ADRs

Tipo do Programa	Descrição	Formulário requerido pela SEC	Levantamento de Capital
Não patrocinado	ADRs negociadas no mercado de balcão americano, utilizando ações já existentes. Sem relações contratuais com a companhia. Até quatro bancos depositários podem realizar estes programas.	Formulário F-6 (preenchido pelo banco depositário), isenção da regra 12g3-2(b)	Não
Patrocinado Nível I	ADRs negociadas no mercado de balcão americano, utilizando ações já existentes. A companhia tem relação contratual com um único banco depositário.	Formulário F-6 (preenchido pelo banco depositário e a companhia), isenção da regra 12g3-2(b)	Não
Patrocinado Nível II	ADRs listadas numa bolsa americana reconhecida (NYSE ou NASDAQ), utilizando ações já existentes.	Formulários F-6 e 20-F	Não
Patrocinado Nível III	ADRs inicialmente distribuídas junto a investidores americanos e listadas numa bolsa americana reconhecida (NYSE ou NASDAQ).	Formulários F-6, 20-F e F-1	Sim

Desta forma, são duas as possibilidades para as companhias brasileiras e depositários. Na primeira, a companhia brasileira tem ações listadas em bolsa no Brasil; neste caso, o registro não seria implicado caso ela publicasse relatórios e informações relevantes em inglês, o que, em muitos casos, já é exigido pelas próprias regras de governança corporativa dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa⁷, inclusive para as

⁷ Novo Mercado (Seção VI, item 6.2) e Nível II de Governança Corporativa (Seção VI, item 6.2) da BM&FBovespa. Segundo dados da BM&FBovespa, em novembro de 2014, um total de 366 companhias

companhias que ofertam suas ações no mercado norte americano. Na segunda possibilidade, a companhia brasileira **não** tem ativos listados no Brasil⁸. Sendo assim, ela não é elegível para a isenção da Regra 12g3-2(b), podendo somente se enquadrar na isenção da Regra 12g3-2(a). Para tal, deve monitorar o número de investidores norte-americanos detentores de ações, para garantir que, ao final do primeiro ano fiscal, menos de 300 investidores norte-americanos detenham ações por ela emitidas e, nos anos subsequentes, este requisito seja mantido. Portanto, entende-se que caso a companhia tenha suas ações ofertadas no mercado local seguindo as exigências de governança dos segmentos especiais (Novo Mercado ou Nível II), ela pode ser elegível às regras exigidas para o registro automático (12g3-2 b).

Caso a companhia não se enquadre nas regras acima (12g3-2 b) e houver apenas emissão DR de ações no mercado norte-americano, deverá haver o controle de investidores exigidos na regra, que potencialmente poderão impactar as companhias.

Na primeira possibilidade, o monitoramento do número de detentores dos DR lastreados em ações da companhia é irrelevante, ao passo que na segunda possibilidade é determinante para delimitar as obrigações da companhia frente à SEC. A primeira possibilidade pode gerar obrigações regulatórias para a companhia por declarações falsas ou enganosas de fatos relevantes, por omissões relevantes ou por atos fraudulentos, nos termos da Regra 10b-5 da SEC⁹, relativamente aos relatórios e às informações relevantes disponibilizadas em inglês em seu sítio. No entanto, o entendimento do grupo é de que esse risco é mitigado pelo fato de se tratarem de documentos exigidos pelas leis do país em que a emissora está constituída ou pela(s) bolsa(s) em que suas ações estiverem listadas e, portanto, tendem a ser elaborados sob padrões similares de diligência. A segunda possibilidade, por sua vez, pode

eram listadas em bolsa, das quais 127 pertenciam ao segmento Novo Mercado e 20 ao Nível II de governança (respectivamente, 34,7% e 5,5% do total). Ver: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/titulos-negociaveis/BuscaTitulosNegociaveis.aspx?Idioma=pt-br> (acessado em 26/12/2014).

⁸ Nem em bolsa de nenhuma outra jurisdição.

⁹ “§ 240.10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices.

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.”

implicar obrigações caso o número de detentores de ações da companhia cujos ativos servem de lastro para emissão de DRs ultrapasse o limite imposto.

A SEC, entretanto, na referida atualização da regra de isenção de emissores estrangeiros, além do objetivo de simplificação regulatória¹⁰, adotou como premissa que os depositários que porventura objetivem lançar programas de DR não patrocinados exerçam a diligência apropriada, com boa-fé, para que a companhia, cujo ativo serve de lastro ao programa, seja elegível à isenção de registro. E, com efeito, uma consulta aos arquivos das sanções aplicadas pela reguladora americana às companhias estrangeiras não revela nenhuma penalidade aplicada devido à violação da Regra 12g3-2 após sua modificação em 2008.

Disto segue que, na regulação americana, não é requerido dos depositários nenhum tipo de documentação que comprove anuência ou concordância das companhias emissoras dos ativos-lastro dos programas de DR não patrocinados. Não obstante, os depositários têm por costume consultar as companhias previamente à protocolização dos programas junto aos reguladores, como boa prática de mercado e devido a questões de relacionamento com as companhias.

Já em relação à segunda preocupação da CVM, o *modus operandi* do mercado de DR não patrocinados acabou por oferecer uma solução em que a companhia tem algum poder de discricão em relação a concordância ou objeção à realização do programa pelo depositário, muito embora a regulação americana, como vimos nos dois parágrafos anteriores, não impute nenhuma obrigação específica à instituição depositária.

Caso as boas práticas de mercado não sejam suficientes para assegurar que prevaleça a vontade das companhias sobre a dos depositários, aquelas têm mecanismos para evitar que programas indesejados venham a mercado como, por exemplo, lançar um programa de DR patrocinado, dado que a reguladora americana não permite a

¹⁰ "The hours and costs associated with making submissions under Exchange Act Rule 12g3-2(b) and preparing, filing and sending Form F-6 constitute reporting and cost burdens imposed by those collections of information. [...] We estimate that, on an annual basis, approximately 150 additional foreign private issuers could claim the Rule 12g3-2(b) exemption as a result of the proposed amendments to Rule 12g3-2." SEC, Exemption from registration under section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 for foreign private issuers, Proposed Rule, 2008: 64-68. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-57350.pdf> (acessado em 26/12/2014).

coexistência de programas patrocinados e não patrocinados no longo prazo, para evitar uma eventual confusão dos investidores ^{11,12}.

Perante o analisado, nossa perspectiva é que a exigência da anuência é essencialmente restritiva frente à prática regulatória internacional e poderia colocar o mercado para os programas de DR não patrocinados de ações levados a cabo por custodiantes brasileiros em desvantagem competitiva em relação aos programas realizados por custodiantes de outras jurisdições. Ilustração desta possibilidade é a comparação entre o desenvolvimento que o mercado de DR não patrocinados teve em outras jurisdições desde a flexibilização da regra da SEC em 2008 e aquele testemunhado no Brasil, onde uma única emissão ocorreu.

Em meio a este contexto, propomos a exclusão da necessidade de anuência no caso dos programas de DR não patrocinados de ações, tendo como contrapartida a necessidade de comunicação da realização do programa à companhia emissora dos ativos-lastro do mesmo, a fim de que esta se manifeste, observando um prazo de 10 dias úteis, acerca de sua objeção à realização do programa. Para fins de verificação da CVM, o pedido protocolizado junto à Autarquia deve ser instruído com um documento que registre a manifestação do emissor acerca de sua não objeção ao programa ou declaração da instituição custodiante acerca da ausência de resposta do emissor, que deverá ser entendida como sua não objeção ao programa.

Já para o registro de programa não patrocinado de renda fixa, considerando-se as ponderações acima e a possibilidade remota de um emissor vir a ter obrigações regulatórias nos EUA, além da já citada responsabilidade sob a Regra 10b-5, em decorrência da oferta de DRs lastreados em ativos de renda fixa, nossa proposta resume-se na exigência da manifestação apenas para os programas de DR não patrocinados de ações.

A previsão deste requerimento para lançamento de programas de DR não patrocinados deixaria a norma brasileira em consonância com as melhores práticas

¹¹ Conforme destaca Spercel (2014: 269): "A SEC adotou a posição de que os emissores não podem estabelecer um programa patrocinado enquanto existir um programa não patrocinado para os mesmos valores mobiliários, o que causaria 'desordem no mercado'". Spercel, T., "Oferta de *American Depositary Receipts – ADRs*", mimeo, 2014.

¹² Todavia, deve-se notar que: "Issuers also may be required to pay termination fees in connection with the closing of an established unsponsored program, particularly when there are several unsponsored programs in place". Insights, "The Threat of Unsponsored ADR Programs", Vol. 23, no. 4, 2009: 5.

internacionais e garantiria às companhias brasileiras uma forma material de veto à realização de programas de DR não patrocinados.

“Art. 2º O programa de DR pode ser:

I – patrocinado, ou

II – não patrocinado.

(...)

§ 2º Programa de DR não patrocinado é aquele estabelecido por iniciativa de uma ou mais instituições depositárias, ~~com anuência do emissor dos ativos que lastreiem os certificados,~~ nos termos do §2º do art. 4º desta Instrução.”

“Art. 4º O pedido de aprovação automática deve ser encaminhado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE e instruído com os seguintes documentos:

(...)

§2º Caso o programa de DR seja não patrocinado lastreado em ativos de renda variável, o pedido de aprovação deve ser instruído ainda com manifestação ~~termo de anuência~~ do emissor dos ativos que lastreiem os certificados ou declaração da instituição custodiante acerca da não objeção do emissor ao programa.

Novo parágrafo: No caso de programa de DR não patrocinado lastreado em ativos de renda variável, previamente ao protocolo do pedido de aprovação do programa, a instituição custodiante deverá consultar o emissor dos ativos que lastreiem os certificados acerca de sua objeção ao programa, que terá 10 (dez) dias úteis para manifestar sua objeção.”

Caso esta Autarquia não compartilhe dos entendimentos acima citados, solicitamos que tanto no caso de ativos de renda variável quanto de renda fixa o tratamento seja o mesmo, não exigindo-se a anuência do emissor, conforme proposta abaixo.

“Art. 4º O pedido de aprovação automática deve ser encaminhado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE e instruído com os seguintes documentos:

(...)

§2º Caso o programa de DR seja não patrocinado, o pedido de aprovação deve ser instruído ainda com manifestação ~~termo de anuência~~ do emissor dos ativos que lastreiem os certificados ou declaração da instituição custodiante acerca da não objeção do emissor ao programa.

Novo parágrafo: No caso de programa de DR não patrocinado, previamente ao protocolo do pedido de aprovação do programa, a instituição custodiante deverá consultar o emissor dos ativos que lastreiem os certificados acerca de sua objeção ao programa, que terá 10 (dez) dias úteis para manifestar sua objeção.”

3. Documentos para o pedido de aprovação automática (Art. 4º)

Quanto à disposição da CVM referente à obtenção, por parte da instituição custodiante, do convênio celebrado entre as entidades administradoras de mercados organizados nacional e estrangeira que disponha sobre a negociação de valores mobiliários envolvidos em programa de DR, sugere-se excluir esta obrigação para o registro dos programas de DR, considerando-se a dificuldade por parte do mercado de ter acesso a este documento e de averiguação da legislação específica em vigor em cada jurisdição correspondente.

No que diz respeito aos documentos constantes do inciso IV do art. 4º e do inciso II, §1º, do mesmo artigo, sugerimos que a redação faça referência apenas aos documentos em que efetivamente o custodiante e o emissor tenham participação. Por conseguinte, para os programas de DR patrocinado, o custodiante não deve ser responsabilizado por eventual irregularidade do contrato celebrado entre o emissor e o depositário, uma vez que ele não é parte da referida relação contratual e, do mesmo modo, o emissor não deve ser responsabilizado pelo contrato firmado entre o custodiante e o depositário.

Ademais, entendemos que as declarações dos diretores estatutários devem se limitar à validade e à regularidade dos documentos apresentados à CVM, uma vez que nos parece excessivamente genérica a declaração sobre o atendimento dos documentos à legislação em vigor, sem especificação da jurisdição aplicável e do seu âmbito de aplicação.

“Art. 4º O pedido de aprovação automática deve ser encaminhado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE e instruído com os seguintes documentos:

I – contrato entre a instituição custodiante e a instituição depositária;

~~II – convênio celebrado entre as entidades administradoras de mercados organizados nacional e estrangeira que disponha sobre a negociação de valores mobiliários envolvidos em programa de DR;~~

III – autorização do Banco Central do Brasil em caso de programa de DR com lastro em ativos emitidos por instituição financeira com sede no País; e

~~IIII – declaração, assinada por diretor estatutário da instituição custodiante, confirmando a validade e regularidade de que dos documentos que instruem o pedido atendem à legislação em vigor referidos neste artigo.~~

§1º Caso o programa de DR seja patrocinado, o pedido de aprovação deve ser instruído ainda com:

- I – o contrato entre a empresa patrocinadora e a instituição depositária; e
- II – a declaração, assinada por diretor estatutário do emissor dos ativos que lastreiem os certificados, confirmando a validade e regularidade de que dos documentos referidos no inciso II do caput do artigo 4º e inciso I deste § 1º atendem à legislação em vigor.

4. Dispensa de Emissão de Certificado de Depósito no Exterior (Art. 7º)

O artigo 7º da minuta de Instrução proposta no Edital reproduz o texto do artigo 3º da Instrução nº 317/99 da CVM, que dispensa a emissão de certificado de depósito no exterior caso os registros de posições de ações sejam mantidos em conta escritural por bolsa conveniada ou respectiva entidade de liquidação.

Nas discussões que ocorreram durante o processo de audiência, foram levantadas dúvidas acerca da interpretação da disposição, que já consta na norma atual. Considerando que os referidos certificados são emitidos no exterior, ao passo que as ações¹³ estão no mercado brasileiro, não ficou clara qual é exatamente a correlação entre a manutenção da posição em ações em conta escritural (pela bolsa conveniada ou respectiva entidade de liquidação) e a dispensa do certificado no exterior. O objetivo desta indagação é meramente assegurar que estamos fazendo a leitura correta do dispositivo.

Uma possibilidade é que, ao mencionar “ações”, a norma, na realidade, queira se referir aos recibos de depósito no exterior, caso em que a conexão entre a manutenção de posição em conta escritural e a dispensa do certificado fica mais clara. Se essa leitura estiver correta, acreditamos que a CVM poderá desejar ajustar a redação para fins de esclarecimento.

Se, no entanto, a intenção da disposição é, de fato, se referir ao ativo-lastro negociado no mercado brasileiro, surge uma segunda dúvida, acerca da viabilidade e conveniência de estender, por coerência, a referência aos demais ativos que poderão ser lastro de programas de DR nos termos da nova regulamentação.

Vale destacar que, não obstante a dúvida de interpretação, não temos nenhuma objeção à dispensa prevista na disposição, que, muito embora já existisse na regulação em vigor, nos parece em linha com os objetivos de simplificação e racionalização regulatória pretendidos pela CVM.

¹³ E, considerando o novo escopo da norma, quaisquer outros ativos-lastro.

5. Necessidade de Convocação de Assembleia (Art. 8º)

A ampliação do prazo mínimo de antecedência para a convocação de assembleia de quinze para trinta dias prevista no Edital foi bem recebida, pois o mercado entende que, para o investidor não residente que porventura venha a exercer seu direito a voto em assembleia, a ampliação deste prazo é, de fato, benéfica e facilitadora.

Entretanto, entendemos também que esta obrigação não deveria se aplicar aos programas de DRs não patrocinados, pelo fato da companhia emissora do ativo-lastro não ter relação direta com o programa, que responde a uma iniciativa do depositário – por vezes, em resposta à demanda dos próprios investidores – e não da companhia.

Além disso, sugerimos a inclusão de um parágrafo que delimite a obrigatoriedade da companhia convocar a assembleia com maior antecedência somente nos casos em que as ações que sirvam de lastro ao programa de DR concedam direito a voto nas matérias objeto da mesma. Esta proposta visa a simplificar o processo de convocação das assembleias, sem prejuízo aos direitos do investidor não residente – que, neste caso, não seria impactado.

“Art. 8º O emissor de ações que sirvam de lastro para programas de DR [patrocinados](#), deve convocar assembleia geral com o prazo mínimo de 30 (trinta) dias de antecedência.

[Parágrafo único. O cumprimento do disposto no caput fica dispensado nos casos em que as ações que sirvam de lastro ao programa de DR não concedam direito de voto em quaisquer das matérias da assembleia a ser convocada.”](#)

5. Exercício do Direito de Voto (Item 3.3 do Edital)

A CVM questionou, no Edital, sobre a possibilidade de inclusão, no Capítulo II da Instrução, de dispositivo que previsse explicitamente quem poderia exercer o direito de voto das ações que servem de lastro para os programas de DR, mencionando os depositários e os representantes na forma instruída pelos titulares dos certificados.

Acreditamos que a inclusão do dispositivo é benéfica, pois adiciona clareza à norma. Entretanto, sugerimos que o referido direito seja reservado exclusivamente aos depositários. Isso implicaria a exclusão dos representantes dos titulares de DR do dispositivo, porém não a possibilidade destes titulares manifestarem seus votos: esta

responsabilidade ficaria a cargo dos próprios depositários, que, quando aplicável, i.e., de acordo com os termos contratuais de cada programa, deverão votar conforme a instrução dos titulares dos certificados.

A centralização da manifestação do voto no depositário se justifica pelo papel exercido por este agente como elo de comunicação entre a companhia emissora do ativo-lastro do programa de DR e os titulares dos certificados.

Outro aspecto, de grande importância prática, em nossa visão, justifica a exclusão de referidos “representantes” do dispositivo. Como se sabe, perante a companhia o titular das ações ou valores mobiliários que servem de lastro para o programa de DR é o depositário (vinculado ao programa). A companhia não necessariamente mantém registros dos titulares dos DRs no exterior e, ainda que viesse a buscar tal informação, dificilmente disporiam dela atualizada no momento da assembleia. Considerando a dinâmica dos mercados estrangeiros, nos quais frequentemente os ativos (no caso os DR) são mantidos em nome do custodiante no exterior¹⁴, a cadeia que separa a companhia do efetivo beneficiário da titularidade dos DR torna ainda mais complexa a implementação de qualquer fluxo que pressuponha a detenção de informações atualizadas sobre a titularidade dos DR. Por esse motivo, caso fosse mantida a possibilidade do titular do DR constituir representante no Brasil para o exercício do direito de voto, a companhia não teria como verificar a efetiva elegibilidade do investidor para o exercício do direito de voto na data da assembleia, uma vez que não possui esta informação. Neste sentido, vale lembrar que, na legislação societária brasileira, não há previsão de data de corte (*record date*) anterior à data da assembleia para definir a elegibilidade dos titulares das ações.

Verifica-se adicionalmente que a centralização da manifestação do voto no depositário contribui para a eficácia do processo de contagem de votos, evitando uma eventual dupla contagem decorrente do voto realizado pelo representante do investidor não residente diretamente e o envio de instrução ao depositário pelo mesmo investidor.

Diante do exposto, verifica-se que eventual mudança no procedimento atualmente adotado para o exercício do direito de voto pelos titulares de DRs se mostra inviável, podendo trazer consequências prejudiciais para o processo de contagem de votos

¹⁴ Conforme relata, de modo preciso, o primeiro parágrafo do item 3 do Edital de Audiência Pública SDM 6/2013 da CVM, o qual explica a diferença entre o modelo brasileiro de atuação dos custodiantes e modelos adotados em outras jurisdições. O modelo brasileiro optou pela identificação dos beneficiários finais no depositário central, ao passo que, em outras jurisdições, os ativos são mantidos em nome do custodiante que, deste modo, exerce a custódia de maneira mais plena.

atualmente adotado pelas companhias em função da legislação vigente. O estabelecimento de uma dinâmica segura para permitir o exercício do direito de voto pelo titular do DR por outro modo que não seja por meio do depositário nos parece operacionalmente inviável. Importante ter em mente também que qualquer mecanismo que viesse a ser desenvolvido para tornar tal possibilidade viável (os quais, reitero-se, não conseguimos vislumbrar) deveria levar em conta os desafios e custos operacionais para a companhia dele decorrentes.

Sugerimos, portanto, a inclusão de um artigo adicional no Capítulo II, respeitando a numeração original, o artigo 9º, com a redação abaixo.

Art. 9º Nos casos aplicáveis, o direito de voto das ações que sirvam de lastro para programa de DR deve ser exercido pelos depositários, conforme instruído ou de outro modo acordado com os titulares dos DRs.

Com as observações e as sugestões acima realizadas, esperamos contribuir para a estruturação de um arcabouço regulatório sólido para a consumação de programas de *Depositary Receipts* que atendam às necessidades de emissores, custodiantes e investidores não residentes, assim fazendo com que prevaleçam efeitos benéficos sobre o mercado brasileiro, notadamente, uma subsequente ampliação da base de investidores e da liquidez ingressante nos mercados financeiro e de capitais locais.

Colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que eventualmente se fizerem necessários e, sendo o que nos cumpre para o momento, aproveitamos o ensejo para reiterarmos nossos votos de alta estima e consideração.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

Maria Carolina Ferreira Lacerda
Diretora da ANBIMA

Fábio Gabai Puga Nazari
Presidente do Comitê de Finanças
Corporativas da ANBIMA