

São Paulo, 21 de novembro de 2016.

À  
**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**  
**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM**  
Rua Sete de Setembro nº 111, 23º andar – Centro  
20159-900 Rio de Janeiro – RJ  
(via e-mail: [audpublicaSDM0716@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0716@cvm.gov.br))

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 07/16  
Mudanças na regulamentação aplicável aos certificados de depósito de valores mobiliários –  
BDR e aos emissores estrangeiros

Senhoras e Senhores,

Conforme Edital de Audiência Pública SDM nº 07/16 (“Edital”), aproveitamos a oportunidade para enviar nossos comentários ao projeto de instrução normativa dessa D. Comissão, que visa (i) regulamentar a inclusão dos certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias estrangeiras (“BDRs”) de Nível I e Nível II, no rol de valores mobiliários que podem ser objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos nos termos da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada (“Instrução CVM 476”), (ii) a alteração no procedimento de verificação do enquadramento de investidor estrangeiro e (iii) a adição dos BDRs ao rol de ativos que podem compor a carteira de clubes de investimento; propondo, para tanto, a alteração e aprimoramento da atual redação da Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000 (“Instrução CVM 332”), da Instrução CVM 476, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (“Instrução CVM 480”), e da Instrução CVM nº 494, de 20 de abril de 2011 (“Instrução CVM 494”).

Inicialmente, parabenizamos essa D. Comissão por sua iniciativa de aperfeiçoar a regulamentação atual, a fim de desenvolver o mercado de capitais brasileiro.

No que se refere à minuta de instrução constante do Edital (“Minuta”), apresentamos nossos comentários e sugestões em 2 (duas) partes. Na primeira parte, apresentamos nossas

considerações e sugestões de ajuste relativas às propostas de alterações constantes da Minuta a serem realizadas em dispositivos da Instrução CVM 332, Instrução CVM 476 e Instrução CVM 480, e, em seguida, sugerimos alterações adicionais que entendemos necessárias para viabilizar os objetivos propostos por esta D. CVM.

## **I. ALTERACOES PROPOSTAS NA MINUTA**

### **I.1 ALTERAÇÕES PROPOSTAS À INSTRUÇÃO CVM 332**

#### **I.1.1 Pedido de Registro de Programa de BDR – Procedimentos e Prazos de Deferimento**

A Minuta prevê, em seu artigo 1º, a alteração dos artigos 5º e 6º da Instrução CVM 332, da obrigação de endereçamento à CVM do pedido de registro de Programa de BDRs, de modo a tornar clara a competência da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE para analisar este pedido.

Em vista da alteração acima, sugerimos a realização das alterações abaixo destacadas às redações originalmente propostas no âmbito da Minuta, de forma a restar claro aos destinatários da norma, que o pedido de registro de Programa de BDRs será deferido de forma simultânea pela SRE, no tocante ao Programa de BDR, e à Superintendência de Relações com Empresas - SEP no tocante ao registro de emissor, quando aplicável. Entendemos que tais esclarecimentos podem evitar equívocos procedimentais e garantir a fluência dos prazos de análise simultâneos das duas superintendências, exatamente como ocorre nos casos de pedido de registro de oferta pública de sociedades brasileiras.

*“Art. 5º O pedido de registro de programa de BDR deve ser encaminhado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE com cópia para a Superintendência de Relações com Empresas - SEP, instruído com os seguintes documentos e informações:*

*“Art. 6º O pedido de registro de programa de BDR deve ser apreciado pela SRE de acordo com os prazos e procedimentos de análise aplicáveis ao pedido de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos termos da regulamentação específica.*

Parágrafo único. A SEP deverá analisar o pedido de registro do emissor estrangeiro, quando aplicável, de forma a permitir o deferimento conjunto do programa de BDR e do registro de emissor.”

## **I.2 ALTERAÇÕES PROPOSTAS À INSTRUÇÃO CVM 476**

### **I.2.1 Restrição à Negociação em Bolsa – Descrição da Exceção à Regra Restrição de BDRs**

A Minuta prevê, em seu artigo 3º, a inclusão do parágrafo 3º, do artigo 14 Instrução CVM 476, da exceção à restrição de negociação dos valores mobiliários ofertados nos termos da Instrução 476 exclusivamente em mercados de balcão organizado e não-organizado, mas não em bolsa, sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei 6.385.

Considerando que a Instrução CVM 332 já dispõe expressamente em seu art. 3º sobre os mercados de valores mobiliários nos quais os diferentes tipos de BDRs podem ser negociados, sugerimos a realização da alteração abaixo destacada à redação originalmente proposta no âmbito da Minuta, de forma a evitar que regras semelhantes estejam duplicadas em diferentes Instruções, harmonizando a interpretação entre as normas..

“Art. 14 .....

§ 3º *A restrição prevista no caput não se aplica aos certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de Programas de BDRs Patrocinado Nível I, cuja negociação se dará ~~em segmentos específicos para BDR Nível I de entidade de balcão organizado ou bolsa de valores, nos termos da~~em conformidade com a regulamentação específica.”*

## **I.3 ALTERAÇÕES PROPOSTAS À INSTRUÇÃO CVM 480**

### **I.3.1 Restrição à Negociação em Bolsa – Descrição da Exceção à Regra Restrição de BDRs**

A Minuta prevê, em seu artigo 6º, a alteração do artigo 3º do Anexo 32 – I da Instrução CVM 480, a obrigação dos emissores estrangeiros designar representantes legais domiciliados e residentes no Brasil na hipótese de ser um programa BDR Nível I em que se tenha realizado uma oferta pública com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476.

Em vista da alteração acima, sugerimos a realização da alteração abaixo destacada à redação originalmente proposta no âmbito da Minuta, de forma a prever que os BDRs Nível I só devem designar representantes legais domiciliados e residentes no Brasil na hipótese de ser um programa BDR Nível I em que se tenha realizado uma oferta pública com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476. Esta distinção faz-se necessária uma vez que a Instrução CVM 332 possibilita a negociação de BDRs Nível I sem a realização de oferta pública com esforços restritos (situação inclusive que prevalece na atual conjuntura normativa), de forma que exigir tal formalidade nessas situações significaria criar restrições que hoje já não existem.

“Art. 3º .....

*I – o emissor estrangeiro que patrocine programa de certificados de depósito de ações – BDR Nível I, desde que realize uma oferta pública com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada, Nível II ou Nível III;”*

## **II. COMENTÁRIOS ADICIONAIS**

Em vista das alterações propostas do Edital em conjunto com nossas sugestões elencadas acima, sugerimos as seguintes alterações na Instrução CVM 332 e na Instrução CVM 476 de modo a compatibilizar as alterações propostas com o arcabouço regulatório atual.

### **II.1 ALTERAÇÕES PROPOSTAS À INSTRUÇÃO CVM 332**

#### **II.1.1 Definição de empresa patrocinadora**

Nos termos do inciso IV, artigo 1º, da Instrução CVM 332, a empresa patrocinadora deve é definida como “a companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior, emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, e que esteja sujeita à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM”.

Concordamos com esta disposição, apenas sugerimos a complementação da definição, uma vez que não são todas as companhias abertas estrangeiras que são consideradas “empresas patrocinadoras”, mas apenas aquelas que contratam instituição depositária para promoção de seus programas de BDR no Brasil.

“Art. 1º .....

*IV - empresa patrocinadora - a companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior, emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, ~~e~~ que esteja sujeita à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM e que contrate instituição depositária para promoção de programa de BDR no Brasil, nos termos dessa Instrução; e”*

### **II.1.2 Negociação de BDR Patrocinado Nível I**

Nos termos do artigo 3º, alínea (d), da Instrução CVM 332, os programas de BDR Patrocinado Nível I só podem ser adquiridos por (i) investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica; e (ii) empregados da empresa patrocinadora ou de outra empresa integrante do mesmo grupo econômico.

Sugerimos a alteração abaixo de modo a prever que não só a aquisição, mas também a negociação destes BDRs Patrocinados Nível I seja permitido, uma vez que estes são negociados em segmento especial de mercado de balcão ou bolsa de valores. Entendemos que tal sugestão tem caráter meramente elucidativo, na medida em que as demais regras constantes da Instrução CVM 332 já trazem essa restrição.

“Art. 3º .....

*I - BDR Patrocinado Nível I - caracteriza-se por:*

*(...)*

*d) aquisição e negociação exclusiva por:*

- 1. investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica; e*
- 2. empregados da empresa patrocinadora ou de outra empresa integrante do mesmo grupo econômico.”*

### **II.1.3 Obtenção do Registro do Programa de BDR Patrocinado Nível I para negociação**

Sugerimos a alteração abaixo de modo a esclarecer que não basta uma companhia registrar-se como estrangeira para possibilitar a negociação dos BDRs Patrocinados Nível I, uma vez que também faz-se necessário o registro destes perante a SRE.

“Art. 3º .....

§6º A obtenção de registro de companhia junto à CVM de emissora de valores mobiliários objeto de programa de BDR Nível I não autoriza a negociação destes BDRs Nível I por investidores não qualificados antes de obtida a alteração do nível de registro junto à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE da CVM.”

#### **II.1.4 Informações divulgadas no país de origem dos valores mobiliários de emissores estrangeiros de BDR Nível I**

Nos termos do artigo 5º, inciso VI, da Instrução CVM 332, o pedido de registro do Programa de BDR Nível I deve ser instruído com as informações divulgadas no país de origem dos valores mobiliários, em língua portuguesa.

A redação atual da norma não deixa claro qual o período abrangido pela exigência. Dessa forma, sugerimos a seguinte alteração:

“Art. 5º .....

*VI - informações divulgadas pelo emissor dos valores mobiliários no seu país de origem dos valores mobiliários nos últimos 12 (doze) meses, quando se tratar de BDR Nível I, em língua portuguesa;”*

#### **II.1.5 Exclusão da referência à Instrução CVM 331 e Atualização da referência à Instrução CVM 480**

Nos termos do artigo 5º, inciso VIII, da Instrução CVM 332, o pedido de registro de programa de BDRs deve vir instruído com documentos e informações constantes da Instrução CVM nº 331, de 4 de abril de 2000 (“Instrução CVM 331”), quando se tratar de BDRs Níveis II e III.

Sugerimos a alteração da referência à Instrução CVM 331, revogada pela Instrução CVM 480, então vigente. Esta alteração aproveita as alterações já propostas na Minuta e atualiza a

Instrução 332 de modo a compatibiliza-la com uma norma mais recente, que é a própria Instrução CVM 480.

“Art. 5º .....

VIII - documentos e informações constantes da regulamentação aplicável ao registro de emissor de valores mobiliários junto à CVM~~Instrução CVM nº 331, de 4 de abril de 2000,~~ quando se tratar de BDRs Níveis II e III;

### II.1.6 Distribuição Simultânea no Brasil e no exterior de programa de BDR Nível III

Nos termos do artigo 5º, inciso IX, da Instrução CVM 332, somente será registrado o programa de BDR Nível III quando for simultânea a distribuição de valores mobiliários no Brasil e no exterior.

O artigo 5º traz o rol de documentos e informações necessários para instruir o pedido de registro de programa BDR perante esta D. Comissão. Desta forma, nos parece mais adequado que tal regra seja prevista em um parágrafo autônomo e não no âmbito do rol de documentos e informações necessários para instrução do pedido. Assim, de modo a eliminar esta dúvida, sugerimos a inclusão deste inciso IX na forma de um novo parágrafo no artigo 5º. Adicionalmente, renumera-se o antigo inciso X tendo em vista a exclusão do antigo inciso IX.

“Art. 5º .....

IX - o BDR Nível III poderá ser distribuído por meio de oferta pública registrada na CVM ou oferta pública com esforços restritos.~~somente será registrado o programa de BDR Nível III quando for simultânea a distribuição de valores mobiliários no Brasil e no exterior; e~~

~~X — o BDR Nível III poderá ser distribuído por meio de oferta pública registrada na CVM ou oferta pública com esforços restritos.~~

§6º Somente será registrado o programa de BDR Nível III quando for simultânea a distribuição de valores mobiliários no Brasil e no exterior.”

## II.2 ALTERAÇÕES PROPOSTAS À INSTRUCÃO CVM 476

### II.2.3 Exceção ao Prazo de *Lock Up*

Nos termos do artigo 9º, inciso IX, da Instrução CVM 476, um ofertante não poderá realizar outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor dentro do prazo de 4 (quatro) meses contados da data do encerramento da oferta.

Nossa sugestão é incluir um novo inciso neste artigo 9º de modo a esclarecer que os BDRs Nível I não patrocinados estão dispensados desta vedação. É de interesse desta D. Superintendência esclarecer aos bancos depositários brasileiros de que esta vedação do artigo 9º da Instrução CVM 476 não busca coibi-los de trazer novos valores mobiliários ao Brasil, mas si coibir que um mesmo emissor faça uso indevido desta dispensa automática de registro em um curto período de tempo.

“Art. 9º .....

*Parágrafo único.* .....

(...)

*II – a ofertas de certificados de operações estruturadas de uma mesma instituição financeira referenciados em ativos ou índices de referência distintos;*~~e~~

*III – a ofertas de cotas de fundos de investimento fechados, quando destinadas exclusivamente a cotistas do fundo, com o cancelamento, se houver, do saldo de cotas não colocado;*~~e~~

*IV- a ofertas de certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programas de BDR por instituição depositária, desde que os valores mobiliários objeto dos BDRs sejam de emissores distintos.*”

### II.2.4 Direito de Preferência em Ofertas com Esforços Restritos

Nos termos do artigo 9º-A, da Instrução CVM 476, a oferta pública de distribuição primária de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis em ações ou certificados de depósito desses valores mobiliários pode ser realizada com exclusão do direito de preferência ou com prazo para o exercício deste direito menor que 5 (cinco) dias.



Sugerimos a inclusão de um novo parágrafo de modo a esclarecer que, no âmbito dos programas de BDR, não será aplicável a regra geral do artigo 9º-A, uma vez que tratam-se de valores mobiliários emitidos no exterior. Adicionalmente, para que não haja risco aos investidores brasileiros, ficaria imputada à instituição intermediária líder a responsabilidade de verificar se a legislação aplicável aos valores mobiliários estrangeiros lastro dos BDRs pode prejudicar a liquidação da oferta no Brasil.

“Art. 9º-A .....

*I – desde que seja concedida prioridade aos acionistas na subscrição de 100% (cem por cento) dos valores mobiliários; ou*

*II – se a realização da oferta sem a concessão de direito de prioridade for aprovada por acionistas que representem 100% (cem por cento) do capital social do emissor.*

*§ 1º – O disposto neste artigo não se aplica à oferta de certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de Programas BDR, conforme definido em regulamentação específica, devendo a instituição líder verificar que a legislação estrangeira aplicável ao emissor dos valores mobiliários objeto dos BDRs não prejudicará a liquidação da oferta de BDRs no Brasil nos casos de emissões primárias.*

*§ ~~1º~~2º Na hipótese do inciso I do caput, o cronograma previsto das etapas da oferta e da forma de exercício do direito de prioridade deve ser objeto de fato relevante.*

*§ ~~2º~~3º A oferta deve prever um prazo de, no mínimo, 5 (cinco) dias úteis contados após a divulgação do fato relevante de que trata o § ~~1º~~2º para que os acionistas possam exercer seu direito de prioridade na subscrição dos valores mobiliários.*

*§ ~~3º~~4º Caso o estatuto social da companhia preveja prazo para o exercício do direito de preferência menor que 5 (cinco) dias, o prazo para o exercício do direito de prioridade deve ser, no mínimo, aquele necessário para que os prazos somados para o exercício de ambos os direitos seja igual a 5 (cinco) dias úteis contados após a divulgação do fato relevante de que trata o § ~~1º~~2º.*

*§ ~~4º~~5º A prioridade dos acionistas na subscrição do aumento de capital de que trata o inciso I do caput deve ser concedida na proporção do número de ações que possuem,*

*observando-se as seguintes normas se o capital do emissor for dividido em ações de diversas espécies ou classes e o aumento for feito por emissão de mais de uma espécie ou classe:*

*I - no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações de todas as espécies e classes existentes, cada acionista pode exercer o direito de prioridade sobre ações idênticas às de que for possuidor;*

*II - se as ações emitidas forem de espécies e classes existentes, mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a prioridade deve ser exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento; e*

*III - se houver emissão de ações de espécie ou classe diversa das existentes, cada acionista pode exercer a prioridade, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes do aumento.”*

#### **II.2.5 Normas de Conduta do artigo 48 da Instrução CVM nº 400, 29 de dezembro de 2003**

O art. 12 da Instrução CVM 476 dispõe que se aplicam às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos as normas previstas no art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003. Dentre tais normas, o referido art. 48 impõe restrições à negociação com valores mobiliários do mesmo emissor. Considerando que o emissor dos certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito do Programa de BDR é a instituição depositária no Brasil, acreditamos que a submissão geral ao art. 12 da Instrução CVM 476 às ofertas públicas de certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito do Programa de BDR distribuídas com esforços restritos não é condizente com os institutos que buscam ser protegidos pela restrição à negociação no âmbito de uma oferta pública.

Adicionalmente, considerando que os valores mobiliários objeto dos certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito do Programa de BDR são necessariamente negociados em mercados estrangeiros, entendemos que não há razão para limitar a negociação de valores mobiliários de emissão da sociedade estrangeira pelos ofertantes e demais envolvidos na oferta, uma vez que a higidez do mercado brasileiro não estaria em risco. Por essa razão, sugerimos a inclusão do seguinte parágrafo ao art. 12:

*Art. 12. Aplicam-se às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, as normas de conduta previstas no art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003, com exceção do inciso III.*

*Parágrafo Único. As normas de conduta previstas no art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003 não são aplicáveis à negociação com valores mobiliários de emissão das instituições depositárias emissoras de certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito do Programa de BDR ou com valores mobiliários admitidos à negociação em mercados estrangeiros.*

### **II.2.6 Lock Up de Negociação**

Nos termos do artigo 13 da Instrução CVM 476, os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de cada subscrição ou aquisição de valores.

Pelas mesmas razões que levaram esta D. CVM a excetuar a restrição à negociação para ações, bônus de subscrição e certificados de depósitos de ações, entendemos que certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito do Programa de BDR também deveriam ser excetuados da regra. Sugerimos a inclusão abaixo de forma a esclarecer que a vedação aqui descrita também se aplicam aos BDRs.

*“Art. 13. ....*

*Parágrafo único. A restrição prevista no caput não é aplicável às negociações com ações, bônus de subscrição e certificados de depósito de ações e certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito dos Programas de BDR.*

### **II.2.7 Negociação de BDRs**

Nos termos do artigo 15 da Instrução CVM 476, os valores mobiliários ofertados nos termos da Instrução CVM 476 só podem ser negociados entre investidores qualificados.

Considerando que a Instrução CVM 332 contém dispositivos específicos para tratar sobre os investidores que podem negociar com referidos valores mobiliários, sugerimos a inclusão de

um novo parágrafo de modo a esclarecer que a regulação da oferta pública com esforços restritos de colocação de certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito do Programa de BDR caberá à Instrução CVM 332.

“Art. 15. ....

§7º A negociação de BDRs ofertados nos termos desta Instrução obedecerá o disposto na regulamentação específica.”

Adicionalmente, sugerimos a alteração do §1º do artigo 15 de modo a compatibilizar a referência cruzada conforme a alteração proposta acima.

“Art. 15. ....

*§ 1º A restrição à negociação prevista no caput deixará de ser aplicável caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, exceto nos casos previstos nos §§ 3º a ~~6º~~ 7º deste artigo.”*

Sendo o que nos cumpria para o momento, aproveitamos para renovar nossos protestos de elevada estima e consideração, permanecendo à disposição para quaisquer esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

**SOUZA, CESCON, BARRIEU E FLESCH - ADVOGADOS**