

São Paulo, 30 de julho de 2021

À
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
CVM – Comissão de Valores Mobiliários**

Objeto: Proposta de contribuição para a Audiência Pública CVM 03/21 - *Brazilian Depositary Receipts - BDR*

Considerações introdutórias fundamentais

A Apimec Brasil parabeniza a CVM por revisitar o tema em curto espaço de tempo, aproveitando as experiências recentes e desafiadoras de casos emblemáticos, de modo a permitir que os agentes de mercado e o investidor brasileiro, dentro das suas características e perfis específicos, capturar os fluxos de recursos internacionais, assim como participar da promoção do aprimoramento do mercado de capitais brasileiro e a internacionalização dos investimentos, ampliando o acesso de investidores aos ativos no exterior.

As propostas elencadas no edital de Audiência Pública, majoritariamente, contemplam as necessidades de mercado conforme analisadas pela Apimec Brasil, restando contribuições relativas às necessidades do Analista de Valores Mobiliários no que se refere a cada vez mais se aprofundar na sua análise e independência quanto às informações e valores resultantes de modelagem para efeito de melhor orientação ao investidor em sua tomada de decisão de investimento em BDR, fundamentando e estimulando a diversificação de portfólio.

Além disso, buscam intensificar o acesso mais abrangente às informações e seus responsáveis, face o BDR ser um título representativo de valor mobiliário do exterior, que captura poupança nacional.

Contextualização do valor agregado ao mercado

A Audiência Pública ora proposta se segue a uma mudança recente na regulamentação dos BDR, materializada na Resolução CVM nº 3, de 11 de agosto de 2020, conforme Audiência Pública SDM nº 08/19, que expandiu as possibilidades de investimento em BDR, flexibilizando exigências relativas (1) aos valores mobiliários que podem servir como lastro aos BDR, (2) ao acesso aos BDR por investidores não considerados qualificados; e (3) aos emissores estrangeiros que estariam aptos a obter seu registro junto à CVM e conseqüentemente ter BDR lastreados em ações ou valores mobiliários representativos de dívida de sua emissão ofertados no Brasil.

Isso trouxe muitos BDR Nível 1 de grandes companhias mundiais ao Brasil e promete aumentar ainda mais com a chegada de BDR dos novos “mercados reconhecidos”. A pedido da B3, a CVM autorizou recentemente a inclusão da Toronto Stock Exchange, da London Stock Exchange, da Amsterdam Stock Exchange e da americana CBOE BZX Exchange. A permissão também ajudou a trazer de volta a liquidez perdida com as empresas brasileiras que decidiram realizar seus IPOs em bolsas internacionais, como Stone, PagSeguro e XP Inc.

Contudo, uma série de recentes casos concretos de solicitação de registro de emissores demonstraram inadequações e fragilidades. A empresa Navios South American *Logistics* tentou fazer dupla listagem (no Brasil, com BDRs, e nas Ilhas Cayman), mas a CVM não aceitou porque em Cayman todo o processo de análise de listagem é feito pela própria bolsa, sem um regulador. A *G2D Investments*, entretanto, teve o seu pedido de registro de BDR aceito pela CVM, a despeito de também listar suas ações na Bolsa de Bermudas, mas cuja responsabilidade de fiscalizar, normatizar e desenvolver o mercado de capitais é integralmente delegado à bolsa de valores.

Pela até então definição de “companhia aberta ou assemelhada”, diferentes entidades em diversas jurisdições foram consideradas elegíveis para lastrear BDR. Nesse caso, a CVM permitiu a oferta de recibos da VBI US, uma *Investment Company* voltada a papéis imobiliários do mercado americano, considerada “assemelhada” a uma companhia aberta por ter personalidade jurídica, responsabilidade limitada dos acionistas, ações negociadas em bolsa ou mercado organizado e direitos de acionistas.

Essa revisita, mesmo que fora dos padrões da CVM pela recente divulgação da norma, é uma oportunidade de internacionalizar com segurança o investidor brasileiro, melhorando o arcabouço jurídico para atrair as maiores companhias abertas do mundo ao nosso mercado. O volume de negociações na B3 melhorou bastante, mas somente 3,2 milhões de brasileiros investem na bolsa, de uma população em torno de 210 milhões de habitantes, o que na verdade representa uma evolução de 92,2% sobre dezembro de 2019. A oferta restrita de produtos na B3, contudo, é uma barreira.

A oferta de BDR pode permitir ao investidor brasileiro um potencial de retorno a partir da exposição global, de forma dolarizada, e mais proteção contra o risco-Brasil, além de incentivar a internacionalização do mercado brasileiro, com maior liquidez e atraindo mais investidores e companhias estrangeiras. Companhias de países próximos que não têm um mercado de capitais forte, como Chile e Colômbia, também podem vir para o Brasil aproveitar uma maior liquidez.

A permissão para emitir BDR lastreados em títulos de dívida é interessante para o investidor que terá mais uma opção para a alocação de capital, e para emissores estrangeiros, que terão outra porta de acesso ao mercado de valores mobiliários local. Em um momento em que se acentua a necessidade de diversificação, ao investidor será dado acesso a produtos e estratégias de investimento aqui não disponíveis, possibilitando a exposição a riscos não relacionados ao Brasil e ao mercado local.

Como fiel depositário dos conceitos, premissamento e modelagem da análise fundamentalista de investimento, o Analista de Valores Mobiliários certificado e credenciado ganha ainda maior responsabilidade e reconhecimento em se tratando de recibos representativos de valores mobiliários, expostos à volatilidade do mercado. O investidor não qualificado precisa estar amparado a um conjunto de informações que lhe oriente na tomada de decisão, mediante Relatórios de Análise.

Análise e Contribuições à minuta ora proposta pela CVM

Minuta A

Artigo 12 - O programa BDR patrocinado Nível III caracteriza-se por:
... III - obrigatoriedade de oferta pública de distribuição.

Por se tratar de Oferta Pública no mercado nacional a Apimec Brasil considera oportuno a obrigatoriedade do emissor assumir, no que for aplicável, os requisitos de listagem do Novo Mercado da B3 e adesão a Câmara de Arbitragem, da mesma forma que é aplicado às empresas nacionais admitidas para negociação no mercado brasileiro.

Artigo 15, II, § 2º - No caso de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida, a aquisição por parte de investidores não considerados qualificados, nos termos da regulamentação específica, também é admitida se o principal mercado de negociação for uma plataforma eletrônica de negociação, e não uma bolsa de valores.

A Apimec Brasil compactua com a exposição de motivos da Anbima tornada pública, quando da participação na Audiência Pública SDM 08/19, expondo de forma muito clara as particularidades da abrangência do mercado de dívida internacional no que se refere a sua negociação.

A Anbima elucida que ... “No mercado internacional de dívidas, o maior volume de negociações ocorre em balcão não organizado (over-the-counter), com uma parcela muito pequena das transações ocorrendo em mercado regulado de bolsa de valores, mesmo para ativos lá listados. Embora importantes bolsas de

valores estrangeiras tenham ambientes para listagem e negociação de ativos de dívida (e.g. New York Stock Exchange, Bourse de Luxembourg e London Stock Exchange), o maior volume das transações com esses ativos listados ocorre fora desses ambientes. Cabe notar que o mercado de dívida tradicionalmente se divide em mercado entre intermediários (“inter-dealer”) e mercado entre intermediários e clientes (“dealer-customer”), com algumas plataformas admitindo ambos os tipos de negócios. No mercado entre intermediários e clientes, predomina o protocolo Request for Quote, em que usuários solicitam preço para os market makers em uma ordem de denominado volume. Além disso, para dívidas corporativas, a maior parte das transações é realizada por meio de sistemas de voz, embora as plataformas eletrônicas venham ganhando cada vez mais representatividade, em especial nas transações de menor volume. Embora parte das transações seja reportada publicamente por meio de sistemas como o TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) da FINRA ou por força das regras sob a MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) na União Europeia, não existem dados consolidados e completos sobre o volume individual de negociações em cada mercado. Ocorre que, como visto acima, o maior volume de negociação no mercado internacional de dívidas se dá, em regra, em mercado de balcão, fora de ambiente de bolsa de valores. Nem mesmo é possível assegurar que o maior volume de negociação se dá em determinado país, tendo em vista a ausência de dados centralizados e completos dos volumes e locais negociados. Nesse contexto, a própria exigência de registro junto à entidade reguladora se mostra um obstáculo, não apenas pela dificuldade em identificar o “principal mercado de negociação”, mas também pela ausência de regra uniforme que exija registro específico para emissão ou mesmo listagem de dívidas junto a mercados organizados no exterior. 1 Bank for International Settlement (BIS), *Electronic trading in fixed income markets*, Jan. 2016, páginas 11 a 13”.

Nesse sentido, a Apimec Brasil considera que a CVM deve aplicar neste caso também o conceito de “mercado reconhecido”, que designa ambientes de mercado no exterior, que se destacam em atributos como transparência, liquidez, histórico e mecanismos de proteção a investidores.

Artigo 20 - O pedido de cancelamento do registro de programa de BDR deve ser encaminhado à SRE instruído com declaração da entidade administradora de mercado organizado em que os BDR sejam negociados atestando o cumprimento dos procedimentos por ela fixados para descontinuidade do programa, nos termos do art. 17, VII.

§ 1º O pedido de cancelamento de programa de que trata o caput deve ser analisado pela SRE de acordo com os prazos de análise aplicáveis ao pedido de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos termos da regulamentação específica.

Considerando o disposto nos artigos 2, 3, 6, 7, 8, 13, 14, ressalvado o disposto no artigo 15, a Apimec Brasil considera essencial resguardar o investidor no que se refere a Cancelamento de Programa de título representativo de valor mobiliário, considerando que tal procedimento passe a contar com a possibilidade de revisão de seu preço, em linha com a regra contida no artigo 4º-A da Lei das SA e replicada nos artigos 23 e 24 da Instrução CVM nº 361/02.

Artigo 21 - A instituição depositária deve: ... III - monitorar as informações prestadas pelos emissores dos valores mobiliários que servem como lastro para os BDR, alertando os participantes do mercado para as situações de atraso na divulgação de informações; ... V - manter atualizados e à disposição da CVM os demonstrativos que reflitam a movimentação diária dos BDR emitidos e cancelados; VI – atribuir a responsabilidade pelo cumprimento desta Resolução a um diretor estatutário;

Incluir as atribuições a esse diretor estatutário a função de Relações com Investidores, permitindo e contribuindo em conjunto com o diretor responsável pelo programa na instituição depositária conforme artigo 17, II, com as necessidades de acesso dos Analistas de Valores Mobiliários ao executivo responsável do emissor.

Anexo A

Artigo 2 - A obtenção de registro por um emissor estrangeiro depende da concomitante existência de programa de BDR registrado na CVM e do cumprimento do disposto nos artigos 3, 4 ou 5. § único - A escolha entre o cumprimento dos artigos 3, 4 ou 5 cabe ao emissor estrangeiro, que deve indicar expressamente sua opção nos requerimentos apresentados por ocasião dos eventos previstos no artigo 6°.

A modificação da Instrução CVM nº 480 de 2009, de modo que a obtenção do registro de emissor estrangeiro passe a não mais depender da localidade de ativos e de origem de receitas e, em substituição, passe a considerar a adoção de uma de três possíveis vias, a critério do próprio emissor, foi inovador e fundamental para mitigar os riscos envolvidos nessa determinação.

A primeira é ter como principal mercado de negociação um “mercado reconhecido”, em linha com o que hoje é previsto na Instrução CVM nº 480, de 2009. A Minuta B mantém o conceito tal qual existente, com apenas uma flexibilização voltada a permitir que emissores que tenham tido as ações de sua emissão admitidas à negociação há menos de 12 (doze) meses em mercados reconhecidos possam ser considerados aptos à obtenção de registro (Artigo 3, § 3).

A segunda se apoia no histórico progresso do emissor estrangeiro em seu mercado de origem. Trata-se da exigência de que o emissor tenha, ao menos nos 18 (dezoito) meses precedentes, mantido ininterruptamente 25% (vinte e cinco por cento) ou mais de suas ações em circulação e um volume financeiro médio diário igual ou superior a R\$ 25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais) (Artigo 4), o que a Apimec Brasil considera adequado. A CVM acredita que os próprios investidores irão levá-lo em consideração em suas decisões de investimento, de modo que emissores com comportamento progresso indesejável tenham menos chances de fazer captações no mercado brasileiro. Além disso, emissores ativos nos mercados de capitais de outras jurisdições possivelmente recebem maior prioridade por parte dos supervisores locais desses mercados.

A terceira trata de casos de emissores sediados em países cujo supervisor local tenha celebrado com a CVM acordo bilateral específico, para os fins de que trata a norma, voltado a cooperação, troca de informações e aumento de efetividade das medidas de fiscalização e supervisão (Artigo 5).

Artigo 3, II - Ser classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM.

A criação do conceito de “mercado reconhecido”, que designa ambientes de mercado no exterior, que se destacam em atributos como transparência, liquidez, histórico e mecanismos de proteção a investidores, foi de grande evolução, capturando melhoras do mercado internacional, no que a Apimec Brasil reforça sua ampliação, de modo a evitar que sociedades estrangeiras optem por jurisdições menos reguladas, com potencial prejuízo ao investidor local. Caso ativos ou receitas estejam preponderantemente situados no Brasil, o emissor, mesmo que tenha sua sede situada no exterior, só pode obter seu registro como emissor estrangeiro junto à CVM e ter BDR negociados no mercado brasileiro se, em resumo, tiver como principal mercado de negociação uma bolsa de valores classificada como “mercado reconhecido”.

Atenciosamente,

Relator
Ricardo Tadeu Martins
Conselheiro Titular
APIMEC Brasil

Haroldo Reginaldo Levy Neto
Diretor Técnico
Apimec Brasil