

São Paulo, 30 de julho de 2021.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger

E-mail: audpublicaSDM0321@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 03/21

Prezado Senhor,

A **B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão** (“**B3**”) e o **Banco B3 S.A.** (“**Banco B3**”) submetem a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”) seus comentários ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 03/21, de 17 de junho de 2021 (“**Edital**” e “**Audiência Pública**”), que propõe duas minutas de resoluções para regular os certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro em ações ou em valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior (“**BDR**”).

Conforme consta do Edital, a primeira minuta de resolução tem conteúdo similar ao da atual Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000 (“**ICVM 332**”), que propõe revogar (“**Minuta A**”). A segunda minuta traz modificações complementares a outras normas, notadamente à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (“**ICVM 480**”) (“**Minuta B**” e, em conjunto com Minuta A, “**Minutas**”).

I. Introdução

1. Inicialmente, gostaríamos de parabenizar essa Autarquia pela iniciativa de modernizar, harmonizar e consolidar o arcabouço regulatório aplicável ao BDR. A B3 acredita que esse é um importante avanço e que amplia a possibilidade de investidores brasileiros acessarem ativos estrangeiros. A proposta preserva pontos fundamentais abordado pela atual Resolução CVM nº 3, de 11 de agosto de 2020 (“**RCVM 3**”), e busca aperfeiçoar e aprimorar pontos que não haviam sido enfrentados e que foram evidenciados em requerimentos de registro de oferta e emissores apreciados por essa Autarquia.

2. A esse respeito, nossa manifestação contém sugestões de aprimoramento de redação e conceitos, com vistas a deixar alguns dispositivos mais claros. A fim de facilitar a leitura e visualização, as propostas de ajustes na redação, seguidas das respectivas justificativas, serão apresentadas na forma de tabela (**Anexo**), com as inclusões sublinhadas e destacadas em azul e as exclusões identificadas por um tachado simples e destacadas em vermelho.

3. No corpo da manifestação, será apresentado estudo referente aos aspectos da segunda via para a classificação do emissor estrangeiro, nos termos da proposta da Minua B, bem como serão feitas sugestões de aprimoramento da Instrução CVM nº 359/2002 (“ICVM 359”), que, embora não tenha sido contemplada no Edital, possui pertinência temática com o objeto tratado nesta audiência pública.

II. Regras para obtenção de registro de emissor (item 5, Edital)

4. Considerando que essa CVM demonstrou *“interesse em receber contribuições sobre os patamares específicos indicados”* com relação à *“segunda via para obtenção de registro”*, proposta como *“uma inovação da presente reforma”*, identifica-se que outras jurisdições adotam modelos e níveis diferentes daqueles indicados no Edital, o que poderia, na prática, comprometer ou inviabilizar o mecanismo apresentado.

5. A proposta para classificação do emissor estrangeiro nos termos do art. 4º do Anexo 32-I à ICVM 480, visa a exigir que o emissor tenha mantido, ininterruptamente, 25% ou mais de suas ações em circulação e um volume financeiro médio diário igual ou superior a R\$ 25 milhões no seu mercado de origem, por período correspondente a, no mínimo, 18 meses precedentes à obtenção do registro de emissor estrangeiro.

6. Nossa primeira sugestão sobre esse tema seria a delegação da responsabilidade por fixar os patamares apropriados ao cumprimento dos requisitos da segunda via aos regulamentos da entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários. Isso porque o dinamismo do mercado pode levar à necessidade de ajustes nestes valores em tempo e frequência incompatíveis com o processo normativo desta Autarquia.

7. Acreditamos que essa dinâmica não prejudica o bem jurídico que a CVM buscou proteger com a proposta, uma vez que **(i)** tais regulamentos devem necessariamente ser aprovados pela CVM nos termos da Instrução CVM nº 461/2007 (que, portanto, avaliará a adequação dos valores propostos pela entidade administradora de mercado); e **(ii)** esse já é o modelo adotado para fins de reconhecimento de mercado.

8. Não obstante, caso essa alternativa não seja acatada, trazemos abaixo duas propostas de redução dos patamares tratados na segunda via.

II.1. Percentual de Ações em Circulação

9. Entende-se que o percentual de ações em circulação sugerido na Audiência Pública se mostra elevado quando comparado aos critérios previstos em outras bolsas de valores mundo afora.

10. Isto porque o critério de ações em circulação como pré-requisito para listagem, além de não ser necessariamente utilizado por todas as bolsas de valores, como é o caso, por exemplo, de NYSE¹ e NASDAQ², mesmo quando utilizado, dentre as principais comparáveis, observou-se que o patamar de 25% somente é atingido na LSE³ – e ainda com a ressalva de que tal percentual encontra-se em revisão, após proposta de flexibilização apresentada pelo governo britânico com vistas a tornar o mercado local mais atrativo para listagem de companhias, após a saída do Reino Unido da União Europeia⁴.

11. Com efeito, visando a contribuir com essa CVM, encaminhamos, abaixo, sumário da pesquisa sobre o patamar mínimo de ações em circulação em diferentes bolsas ao redor do mundo⁵:

¹ Fonte: https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?searchId=308810714&treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-5

² Fonte: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>

³ Fonte: <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/compare-markets-listing-equity>

⁴ Fonte: <https://www.gov.uk/government/publications/uk-listings-review/call-for-evidence-uk-listings-review>

⁵ Fontes: websites da TSX, MSE, Euronext, JSE, SGX, HKEx e ASX.

| Bolsa | Local | Utiliza? | Patamar |
|-----------------|--------------------|----------|---------|
| NYSE | Estados Unidos | Não | N/A |
| NASDAQ | Estados Unidos | Não | N/A |
| TSX | Canadá | Sim | 20% |
| MSE | México | Sim | 12-15% |
| LSE | Reino Unido | Sim | 10-25% |
| Euronext | Europa Continental | Sim | 5-20% |
| JSE | África do Sul | Sim | 10-20% |
| SGX | Singapura | Sim | 10% |
| HKEx | Hong Kong | Sim | 15-20% |
| ASX | Austrália | Sim | 20% |

12. Com base nas informações expostas acima, a B3 entende que a segunda via para obtenção de registro, tal qual proposta no Edital, poderia comprometer ou inviabilizar que muitas companhias listadas nessas bolsas de valores se utilizem deste mecanismo, de modo a potencialmente comprometer a efetividade da norma, e, conseqüentemente, o desenvolvimento do mercado de BDRs no país.

13. Assim sendo, sugerimos que essa i. CVM ajuste o patamar proposto para considerar percentual na faixa entre 10% e 15% do capital social das companhias, incorporando, assim, as principais práticas internacionais.

II.2. Volume Médio Diário de Negociação

14. Adicionalmente, nos termos do item 6.6.2 do Manual do Emissor (“Manual do Emissor”), a B3 mantém patamares mínimos para a admissão à negociação de BDRs Não Patrocinados por capitalização de mercado (USD5 bilhões), ações em circulação⁶ e volume médio negociado diariamente - ADTV (USD5MM).

15. A consequência desses parâmetros mínimos é a impossibilidade de admissão à negociação de inúmeros BDRs Não Patrocinados, inclusive de companhias brasileiras que realizaram oferta pública inicial em outros mercados, com captações bem-sucedidas e sob a supervisão de administradoras de

⁶ Atualmente 20%, mas que deverá passar por revisão, a ser oportuna e regularmente submetida à apreciação dessa i.CVM, com o objetivo de redução para patamar correspondente à faixa supramencionada, em linha com os argumentos expostos.

mercados reconhecidos, mas que não atingiram os patamares mínimos requeridos no Manual do Emissor. No total, apenas 3 dentre 10 companhias brasileiras que realizaram ofertas em outros mercados, entre 2018 e junho de 2021, atendem aos requisitos, podendo potencialmente ter BDRs Não Patrocinados admitidos à negociação, ilustrando o alto patamar que hoje se encontra em vigor.

16. A tabela abaixo traz dados ilustrativos do cenário mencionado acima relativamente aos emissores listados no mercado norte-americano⁷:

| | Volume médio diário negociado (USD) | Capitalização de Mercado (USD) | Admissão de BDR? |
|------------------|-------------------------------------|--------------------------------|------------------|
| XP INC | 52.714.740 | 22.954.960.896 | Sim |
| PAGSEGURO | 111.789.832 | 18.787.072.000 | Sim |
| STONECO | 158.234.736 | 18.387.724.288 | Sim |
| AFYA LTD | 4.732.377 | 2.266.532.864 | Não |
| ARCO | 7.888.131 | 1.629.728.000 | Não |
| NEXA | 1.226.996 | 1.074.077.184 | Não |
| VINCI PARTNERS | 3.040.000 | 707.435.904 | Não |
| VASTA | 1.099.753 | 633.450.240 | Não |
| VITRU LTD | 356.496 | 407.400.352 | Não |
| PATRIA | 4.620.000 | 2.200.000.000 | Não |

17. Outra evidência de que o ADTV de R\$25 milhões (equivalente a cerca de USD5 milhões) se mostra significativamente elevado diz respeito ao fato de que, dentre as 495 ações negociadas na B3 no mês junho de 2021, apenas 107 ações apresentaram ADTV superior a R\$25 milhões, isto é, o equivalente a 22% dos ativos negociados⁸.

18. Tendo em vista especificamente o Manual do Emissor, considerar um ADTV de R\$10MM, por exemplo, tornaria possível a admissão à negociação de sete das companhias brasileiras que, de forma bem-sucedida, se listaram em outros mercados entre 2018 e junho de 2021 e estão sob a supervisão das entidades competentes dessas jurisdições. Adicionalmente, esse patamar de

⁷ Fonte: Bloomberg.

⁸ Fonte: Datawise da B3.

ADTV englobaria 162 das 495 ações negociadas em junho de 2021 (32% dos ativos) no Brasil, o que, na percepção da B3, seria evidência suficiente para afastar eventual risco de liquidez aos acionistas.

19. Desta forma, uma vez que os presentes patamares (Manual do Emissor e Edital) podem ser considerados muito restritivos, além do ajuste que será oportunamente proposto pela B3 para alteração do seu Manual do Emissor, sugere-se, caso a CVM não aceite a proposta mencionada no parágrafo 6 desta manifestação, a redução do patamar mínimo do ADTV de que trata a proposta para a segunda via constante do art. 4º, inciso II, alínea “b”, do Anexo 32-I da ICVM 480 para R\$10 milhões.

20. Vale mencionar que, tendo em vista o intuito da regra de garantir que exista liquidez mínima no mercado original de listagem, de modo que esse emissor seja passível de acompanhamento e supervisão pelas entidades competentes (bolsas e reguladores) destes mercados, entendemos que a redução do requerimento de ADTV não comprometeria o atingimento desse objetivo.

21. Por fim, considerando-se apenas os parâmetros da CVM propostos para a segunda via, embora as companhias mencionadas na tabela acima pudessem lastrear BDRs pela primeira via (mercado reconhecido), estar-se-ia afastando do mercado brasileiro companhias negociadas nas maiores bolsas do mundo, notoriamente com alta liquidez.

22. Com efeito, se o patamar do ADTV é alto para esses emissores, é provável que o mesmo cenário se repita para companhias listadas em mercados não reconhecidos que desejassem acessar o mercado brasileiro pela segunda via.

III. Aprimoramentos na ICVM 359

23. Como mencionado no início desta manifestação, gostaríamos de trazer sugestões oportunas de aprimoramentos na ICVM 359, conforme será exposto abaixo. Por resultarem em redução do custo de observância, acreditamos que tais sugestões poderiam ser contempladas já nesse contexto sem a necessidade de nova audiência pública.

III.1. Informações dos provedores de Índice (Art. 39, §§ 6º e 7º, ICVM 359)

24. A lista de exigências de informações a serem disponibilizadas na Internet em relação ao índice de referência do ETF lastro dos programas de BDR é uma preocupação proeminente para o Banco B3, principal depositário desses recibos no mercado brasileiro, pois demanda que o banco depositário do programa firme um acordo com o provedor do índice a fim de garantir que tais dados estejam sempre disponíveis ao mercado.

25. Ocorre que algumas das exigências da norma dificultam a realização do referido acordo com estes agentes, uma vez que não existe interesse direto por parte do provedor do índice em adquirir responsabilidade adicional por manter tais dados abertos em seu site, tendo em vista que essa exigência não é feita com os mesmos critérios pela entidade administradora do mercado local do ETF lastro do programa de BDR.

26. Além disso, o Banco B3 entender ser relevante ressaltar que, dentre a lista de dados exigidos pela ICVM 359, constam algumas informações que normalmente são licenciadas por meio de assinaturas e pagamentos de taxas por se tratar de dados de propriedade intelectual do próprio provedor do índice, como por exemplo, a lista de constituintes com seus respectivos pesos que, mesmo considerando uma defasagem de três meses na publicação, apresenta notável resistência ao acordo por parte do provedor do índice.

27. Além do mais, é notório o risco eminente do programa de BDR de ETF já disponível ao mercado ter que ser descontinuado caso o provedor do índice retire ou altere o formato disponível em seu site, divergindo, portanto, da ICVM 359, ou caso o gestor do fundo efetue a alteração do provedor de índice atual para um novo agente que não tenha o interesse em disponibilizar as informações conforme as exigências propostas na regulamentação vigente.

28. Diante do exposto, o Banco B3 sugere o seguinte ajuste pontual na regra: “Art. 39 (...) / §6º (...) / IV - composição, ~~pesos de cada~~ dos ativos financeiros e ~~demais parâmetros necessários à replicação do índice~~ no mesmo formato que o exigido pela entidade administradora do mercado em que o fundo tem suas cotas negociadas”.

III.2. Dados estatísticos (Art. 74-H, § 1º, VIII, ICVM 359)

29. Os dados estatísticos requeridos pela instrução vigente em relação aos ETFs lastro dos programas de BDR estão, em sua grande maioria, disponíveis no site do gestor do ETF e, quando se tratar do índice de referência, disponíveis no site do provedor do índice. Contudo, a ICVM 359 exige a divulgação de tabelas e gráfico comparativo entre o ETF e seu respectivo índice, o que torna necessária a consolidação de tais dados em uma única base.

30. A esse respeito, o Banco B3 esclarece que é necessário que o gestor do ETF efetue todas as adaptações em seu site a fim de acomodar os dados estatísticos no formato requerido pela ICVM 359, porém os dados não são exigidos no mesmo formato pela entidade administradora do mercado local do ETF e podem incorrer em prazo e custos adicionais de desenvolvimento por parte do gestor do ETF.

31. O Banco B3 acredita que o ideal seria trazer maior equiparação entre as exigências regulatórias da entidade administradora do mercado estrangeiro e o mercado brasileiro quanto à forma e ao conteúdo que deverão ser apresentados relativamente ao ETF lastro do programa de BDR e do seu respectivo índice de referência.

32. Desta forma, sugerimos o seguinte ajuste no parágrafo primeiro, inciso VIII, do art. 74-H da ICVM 359: “VIII – dados estatísticos, contendo, no mínimo: a) tabelas comparativa contendo da evolução diária do valor patrimonial da cota, do patrimônio líquido do fundo, bem como do valor do índice subjacente desde a data de início de funcionamento do fundo até a data da última cota disponível; / b) tabela contendo a rentabilidade ~~mensal~~ do fundo ~~comparado ao índice subjacente, contendo pelo menos os últimos 24 (vinte e quatro) meses~~ no mesmo formato e período exigidos pela entidade administradora do mercado de negociação do fundo; / c) gráfico da evolução da rentabilidade acumulada do fundo ~~comparado ao~~ e do índice subjacente, desde a admissão para negociação em bolsa ou mercado de balcão organizado até a última cota disponível; e (...)”.

III.3. Tradução de documentos (Art. 74-H, § 6º, II, ICVM 359)

33. Sobre o tema, o Banco B3 encontrou alguns desafios na manutenção dos programas de BDR de ETF abertos para os investidores em geral, bem como no crescimento do produto ao mercado brasileiro, conforme destacado abaixo.

Baixa aderência

34. O Banco B3, além de manter seu site atualizado com as informações exigidas no artigo 74-H, fornece aos investidores interessados a opção de receberem os documentos através do e-mail cadastrado, conforme prevê o inciso XX do mesmo artigo. Em um levantamento feito na base histórica de e-mails enviados entre o período de 8 de fevereiro a 9 de julho de 2021, foi identificado que **93%** dos investidores apenas visualizavam o e-mail, porém não acessavam o conteúdo do documento.

Prazo

35. A ICVM 359 exige que toda a documentação que suporta a abertura dos programas aos investidores em geral seja traduzida. Com o aumento considerável na base atual de programas de BDR de ETF, o prazo de cinco dias dificulta sobremaneira a tradução de todos os documentos, o que pode impactar diretamente o lançamento de novos programas.

36. Para ilustrar o volume, o Banco B3 realizou um levantamento e no dia 24 de setembro de 2021 será publicado a Demonstração Financeira anual de **16** ETFs e, no dia 26 de outubro de 2021, está prevista a publicação para outros **24** ETFs. As Demonstrações Financeiras Anuais dos ETFS possuem prazos de publicações semelhantes e alto volume de página e conteúdo para a tradução, o que gera um acúmulo de documentos complexos.

Público-alvo do programa de BDR de ETF

37. Caso ocorra a alteração do índice de referência do ETF lastro de um programa de BDR já disponível ao investidor em geral e o novo provedor proíba o banco depositário ou se recuse a efetuar a tradução de tais documentos para a língua portuguesa, o referido programa terá que ser restrito novamente ao investidor qualificado, impactando a liquidez do produto.

Proposta

38. Ante o exposto, conforme mostra o resultado do levantamento do primeiro tópico, o Banco B3 vem notando uma baixa aderência dos investidores em relação à consulta dos documentos traduzidos e disponibilizados no site do banco depositário, bem como os encaminhados por e-mail.

39. Sendo assim, a fim de tornar esse processo mais dinâmico, reduzir os custos associados à tradução, que acaba não sendo aproveitada pelos investidores, e evitar as externalidades negativas mencionadas acima, o Banco B3 sugere que os documentos traduzidos sejam substituídos pela disponibilização do hiperlink do documento original no site do banco depositário e por e-mail, caso haja interesse do investidor, por meio de indicação prévia.

40. Desta forma, o Banco B3 sugere a exclusão do inciso II do §6º, do art. 74-H, bem como exclusão do §8º do mesmo dispositivo.

41. Se essa Autarquia concordar com a sugestão, caso seja capturado qualquer alteração relevante, o Banco B3, na condição de banco depositário, publicaria um comunicado ao mercado informando qual seria o procedimento e as datas propostas para refletir tal alteração – como por exemplo, mudança de códigos de negociação e/ou alteração da bolsa de negociação do ETF e alteração do provedor de índice de referência do ETF. O Banco B3 entende que este procedimento proposto tornará possível que o investidor tenha ciência das alterações que impactem sua posição sem a necessidade de eventualmente consultar o novo prospecto traduzido.

42. Contudo, caso essa Autarquia não concorde com o procedimento proposto, o Banco B3 sugere o aumento no prazo para tradução dos documentos em até quinze dias, ressaltando que esta opção não resolveria o eventual custo com tradução, tampouco as dificuldades encontradas junto aos provedores de índices quanto à aceitação para tradução dos documentos de metodologia.

* * *

Atenciosamente,

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO

BANCO B3 S.A.

Anexo

Sugestões de alterações nos textos das Minutas e respectivas justificativas

| MINUTA A | | | | |
|--------------------------------------|-------|-------------------------------------|--|--|
| Capítulo | Seção | Dispositivo | Redação Ajustada - Proposta B3 | Justificativa |
| II – DEFINIÇÕES | n/a | Art. 2º, inciso I e novo inciso XII | <p>Art. 2º. Para os efeitos dessa Resolução, entende-se por: (...)</p> <p>I – Brazilian Depositary Receipts (BDR): certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro em ações-ou em valores mobiliários, <u>inclusive</u> representativos de dívida emitidos no exterior; (...)</p> <p><u>XII – programa não patrocinado: programa instituído por uma ou mais instituições depositárias emissoras de certificado, sem um acordo com a companhia emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito;</u></p> <p>XIII – supervisor local: entidade encarregada de supervisionar o mercado de capitais e seus participantes em jurisdição no exterior.</p> | <p>A redação proposta para definir BDRs parece afastar a possibilidade de emitir BDR Não Patrocinados lastreados em ADRs. Portanto, sugere-se adaptar a redação à realidade atual, considerando que existem, hoje, diversos programas de BDRs de ADR registrados perante a CVM e admitidos à negociação no mercado.</p> <p>Ademais, seguindo a sistemática da norma, sugerimos incluir a definição de BDR não patrocinado.</p> |
| III – REQUISITOS PARA EMISSÃO DE BDR | n/a | Art. 3º, parágrafo único | <p>Art. 3º. Os BDR somente podem ser emitidos tendo como lastro ações-ou valores mobiliários, <u>inclusive</u> representativos de títulos de dívida, <u>ou títulos de dívida soberanos, listados-ou</u> admitidos à negociação em mercados organizados de valores mobiliários com sede no exterior.</p> <p>Parágrafo único. §1º Somente emissores estrangeiros podem ter ações de sua emissão como lastro de BDR, <u>e</u></p> <p><u>§ 2º Somente serão admitidos BDRs com lastro em títulos de dívida soberana emitidos por autoridade governamental estrangeira reconhecida pela autoridade administradora de mercado organizado de valores mobiliários à luz dos requisitos estabelecidos em regulamento aprovado pela CVM.</u></p> | <p>A proposta continua não permitindo a criação de BDR lastreado em títulos da dívida soberana emitidos por jurisdições estrangeira, conforme notado pela B3 na Audiência Pública SDM Nº 08/2019. No entanto, as recentes discussões com o mercado acerca do BDRs de dívida trouxeram novamente à pauta a possibilidade de que o lastro seja tanto uma dívida corporativa quanto soberana, de modo que entendemos que seria conveniente e apropriado admitir esse tipo de lastro no mercado brasileiro, por servir como diversificação a investidores que buscam exposição ou hedge em ativos desse tipo no exterior, além de possuírem maior liquidez e menor risco de crédito.</p> <p>A norma estabelece critérios que definem um emissor estrangeiro para o contexto de listagem de BDRs. No entanto, entendemos que esses critérios não se aplicariam ao caso do BDR de dívida soberana, por se tratar de autoridades governamentais na figura do emissor. Dessa forma, seria necessário adaptar os critérios de registro do emissor de modo</p> |

MINUTA A

| Capítulo | Seção | Dispositivo | Redação Ajustada - Proposta B3 | Justificativa |
|----------------|-------------------|--------------------|---|---|
| | | | | a realizar a adequada avaliação das autoridades governamentais, o que sugerimos que seja definido no regulamento da B3 a ser devidamente aprovado pela CVM. Além disso, neste primeiro momento nossa proposta limita a negociação do novo produto a investidores qualificados, conforme redação sugerida no artigo 15, novo parágrafo 4º, para que o produto seja desenvolvido e, quando bem adaptado no mercado local, seja avaliada a abertura para o investidor de varejo. |
| IV – PROGRAMAS | I – Classificação | Art. 5º, §3º | Art. 5º (...). § 3º Um programa de BDR patrocinado não pode ser instituído enquanto estiver vigente um programa não patrocinado de BDR com lastro nos mesmos valores mobiliários, <u>caso em que o programa não patrocinado deverá obrigatoriamente ser convertido em programa patrocinado.</u> | Entendemos conveniente que o BDR patrocinado tenha preferência e possa ser lançado pelo emissor mesmo na vigência de um BDR não patrocinado, pois o primeiro tipo de operação é utilizado por emissores que possuem o objetivo de captação, maior distribuição de seus valores mobiliários e tem o potencial de trazer mais benefícios ao mercado, notadamente no que tange ao aspecto informacional ao investidor e à liquidez. Portanto, sugerimos um ajuste no §3º prevendo modelo em que o BDR não patrocinado deva ser necessariamente convertido em um BDR patrocinado no caso especificado pelo dispositivo. |
| IV - PROGRAMAS | II – BDR Nível I | Art. 6º, inciso IV | Art. 6º. O programa BDR Nível I caracteriza-se por: (...) IV – impossibilidade de oferta pública de distribuição de valores mobiliários <u>possibilidade de distribuição por oferta pública com esforços restritos, nos termos da regulamentação específica.</u> | Sugerimos manter o mecanismo atualmente em vigor, permitindo-se a realização de ofertas com esforços restritos no âmbito de programas de BDR Patrocinado Nível I e Nível II, por se tratar de importante ferramenta à disposição do emissor que busca captar recursos junto ao investidor brasileiro, conforme consagrado pela CVM no âmbito da Audiência Pública SDM 07/2016. Ademais, a possibilidade de captação é o que, a nosso ver, justificaria a opção pelo BDR Nível I Patrocinado (em vez de Não Patrocinado). Vale mencionar, exemplificativamente, que nos Estados Unidos, há a possibilidade de emitir <i>american depositary receipts</i> , sob a regra 144A do <i>Securities Act</i> , que trata sobre <i>private resales of securities to institutions</i> . A regra 144A isenta de registro a oferta de valores mobiliários que cumpra determinados requisitos, como, por exemplo: (i) |

MINUTA A

| Capítulo | Seção | Dispositivo | Redação Ajustada - Proposta B3 | Justificativa |
|----------------|--------------------|--|---|--|
| | | | | <p>direcionada apenas a investidores qualificados, conforme definido pelo normativo; (ii) confira a adequada publicidade aos compradores de que a oferta não é registrada sob os termos do <i>Securities Act</i>, (iii) não abranja valores mobiliários que, quando emitidos, sejam da mesma classe daqueles admitidos à negociação em bolsas de valores dos Estados Unidos (ou em um <i>automated inter-dealer quotation system</i> estadunidense); e (iv) haja disponibilização de demonstrações financeiras e outras informações relativas ao negócio do emissor, seja em bases contínuas, por obrigação regulamentar, ou, nos demais casos, mediante solicitação do comprador.</p> <p>Com efeito, emissões de ADRs, procedidas sob os termos da rule 144A, são similares àquelas atualmente autorizadas pela norma da CVM para emissões de BDRs sob a égide da Instrução CVM nº 476/2009.</p> <p>Assim sendo, a B3 entende pertinente manter o mecanismo atualmente em vigor, permitindo-se a emissão de programas de BDR Patrocinado Nível I e Nível II, por meio de ofertas com esforços restritos, bem como autorizar que a primeira oferta do programa de BDR Patrocinado Nível III também possa ser efetivada com esforços restritos.</p> |
| IV - PROGRAMAS | III – BDR Nível II | Art. 11, inciso III | <p>Art. 11. O programa BDR patrocinado Nível II caracteriza-se por: (...)</p> <p>III – impossibilidade de oferta pública de distribuição de valores mobiliários <u>possibilidade de distribuição por oferta pública com esforços restritos, nos termos da regulamentação específica.</u></p> | Vide justificativa apresentada à proposta ao art. 6º, inciso IV, acima. |
| IV - PROGRAMAS | IV – BDR NÍVEL III | Art. 12, inciso III, parágrafo único, inciso III | <p>Art. 12. O programa BDR patrocinado Nível III caracteriza-se por:</p> <p>I – admissão à negociação em mercados organizados de valores mobiliários, sem prejuízo do disposto no art. 17, § 4º;</p> <p>II – registro do emissor na CVM; e</p> <p>III – obrigatoriedade de oferta pública <u>inicial</u> de distribuição.</p> | A redação do dispositivo em questão parece exigir que qualquer oferta pública de BDR nível III no Brasil deva ser realizada sempre concomitantemente a uma oferta no exterior. Tal exigência limita as possibilidades de atuação do emissor estrangeiro no País e compromete a consolidação do Brasil como um hub de captação na região. Portanto, sugerimos a inclusão de “inicial” no inciso III do art. 12 e no parágrafo único, de modo que tal restrição circunscreva-se à oferta inicial. |

| MINUTA A | | | | |
|-----------------------------|-------|----------------|--|--|
| Capítulo | Seção | Dispositivo | Redação Ajustada - Proposta B3 | Justificativa |
| | | | <p>Parágrafo único§1º. A oferta pública <u>inicial</u> de BDR a que se refere o inciso III do caput deve:</p> <p>I – ocorrer concomitantemente com a oferta pública no exterior dos valores mobiliários em que sejam lastreados; <u>e</u></p> <p>II – observar as mesmas restrições a que a oferta pública referida no inciso I esteja sujeita; e <u>e</u></p> <p>III – no caso de oferta inicial, ser objeto de registro na CVM</p> <p><u>§2º O parágrafo primeiro deste artigo não se aplica ao emissor estrangeiro cujo programa seja registrado à luz do artigo 4º do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480, de 2009.</u></p> | <p>Ademais, considerando que o emissor estrangeiro do BDR nível III deve ser registrado na CVM e, portanto, se submete à sua supervisão notadamente no que diz respeito à divulgação de informações, não vemos razão para a restrição do tipo de oferta inicial que pode ser realizada. Portanto, sugerimos a exclusão do inciso III do parágrafo único de modo que tanto ofertas registradas quanto ofertas com dispensa de registro, como é o caso da oferta com esforços restritos, possam ser acessadas pelo emissor (vide também paralelo com a rule 144A apresentado na justificativa à proposta ao art. 6º, inciso IV, acima).</p> <p>Por fim, para os emissores estrangeiros com histórico de atuação como tal e com níveis razoáveis de <i>free float</i> e ADTV, sugerimos que possa ser dispensada a exigência de oferta simultânea. Nesta linha, seriam utilizados, como referenciais, os mesmos requisitos estabelecidos para a segunda via, estejam eles previstos em regulamento da entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários ou estabelecidos na regulamentação da CVM, de modo que os emissores que cumprissem com esses requisitos poderiam acessar o mercado brasileiro por meio de uma oferta pública sem necessidade de oferta simultânea.</p> |
| V – RESTRIÇÕES À NEGOCIAÇÃO | n/a | Art. 15, caput | <p>Art. 15. É permitida a aquisição dos BDR Nível I por investidores não considerados qualificados, nos termos da regulamentação específica, desde que o principal mercado de negociação dos valores mobiliários do emissor que sirvam como lastro para os BDR seja uma bolsa de valores que atenda cumulativamente as seguintes condições:</p> <p>I – ter sede no exterior e em país cujo supervisor local tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para troca de informações; ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV; e</p> | <p>Inicialmente, parabenizamos e apoiamos a iniciativa desta Autarquia de suprimir a restrição dos 12 meses de negociação prévia em mercado estrangeiro para que o BDR pudesse ser adquirido pelo investidor de varejo no Brasil. A B3 acredita que esse é um importante avanço regulatório, que fomentará o mercado nacional e incrementará as oportunidades para os investidores</p> <p>No entanto, com a sistemática proposta pela Minuta B no que diz respeito às regras para obtenção de registro de emissor, entendemos que este dispositivo deveria ser compatibilizado ao novo modelo, de modo que investidores de varejo pudessem também adquirir BDR Nível I cujo lastro seja emitido</p> |

| MINUTA A | | | | |
|-----------------------------|-------|-----------------------------------|--|--|
| Capítulo | Seção | Dispositivo | Redação Ajustada - Proposta B3 | Justificativa |
| | | | II – ser classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM. | pelos emissores estrangeiros que cumpram com os requisitos dos arts. 4º ou 5º do anexo A da Minuta B, e não apenas com o art. 3º. |
| V – RESTRIÇÕES À NEGOCIAÇÃO | n/a | Art. 15, novos parágrafos 3º e 4º | <p>Art. 15. (...).</p> <p>§ 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.</p> <p><u>§ 3º Em se tratando de BDR cujo lastro consistente em valores mobiliários representativos de dívida tenha sido emitido por emissor brasileiro, fica dispensado o cumprimento do §2º para fins de aquisição por parte de investidores não considerados qualificados.</u></p> <p><u>§ 4º Os BDRs com lastros em título de dívida soberana somente poderão ser adquiridos e negociados em mercado organizado de valores mobiliários por investidores qualificados.</u></p> | <p>A obrigatoriedade de classificar o principal mercado de negociação do instrumento de dívida como mercado reconhecido limita sobremaneira o escopo de ativos elegíveis como lastro, visto que a maior parte das transações com esses títulos ocorre em mercado de balcão fora de plataforma eletrônica.</p> <p>Estudos recentes realizados no mercado norte-americano demonstram que a negociação de títulos de dívida corporativa está majoritariamente concentrada no mercado de balcão e, apesar de caminhar rumo à eletronificação, a maior parte das transações ainda ocorrem em balcão fora de plataforma eletrônica – à semelhança do mercado local de títulos de dívida corporativa. Pelas estimativas, em 2016, apenas 19% das negociações de <i>investment-grade bonds</i> ocorriam de forma eletrônica¹, aumentando para cerca de 34,4% em 2019².</p> <p>Assim, a B3 entende que a regra merece ser ajustada no sentido de admitir o BDR lastreado em instrumentos de dívida negociados em mercado de balcão organizado, independentemente se por meio de plataforma eletrônica ou não, dispensando-se a necessidade de reconhecimento do principal mercado de negociação.</p> <p>Contudo, com o objetivo de acompanhar o crescimento e evolução do mercado, sugerimos que a alteração seja feita aos poucos e, nesse momento, que o ajuste seja refletido apenas para a dívida emitida por companhias abertas brasileiras, que já devem ser registradas perante a CVM, de acordo com a</p> |

¹ Bessembinder, H., Spatt, C., & Venkataraman, K. (2020). A survey of the microstructure of fixed-income markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(1), 1-45. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S0022109019000231>. Acessado em 20 de julho de 2021.

² WIRZ, Matt. Electronic trading surges to 34% of corporate bond market. *The Wall Street Journal*, 14 de janeiro de 2020. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/electronic-trading-surges-to-34-of-corporate-bond-market-11579010400>. Acessado em 20 de julho de 2021.

| MINUTA A | | | | |
|---------------|-------|----------------------------|--|--|
| Capítulo | Seção | Dispositivo | Redação Ajustada - Proposta B3 | Justificativa |
| | | | | RCVM 3. Acreditamos que a supervisão direta que essa Autarquia exerce sobre tais emissores, bem como a sua submissão (e de seus administradores e controladores) à Lei nº 6.404/76, seriam suficientes para fins de tutela do investidor de varejo local. |
| VI – REGISTRO | n/a | Art. 20, novo parágrafo 3º | <p>Art. 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. (...)</p> <p><u>§ 3º Para programas de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida que possuam data de vencimento previamente definida, o cancelamento do programa se dará de forma automática quando atingida a data de vencimento do lastro, cabendo à instituição depositária notificar a SRE a respeito do cancelamento em até 5 (cinco) dias úteis após a ocorrência do vencimento.</u></p> | <p>Em se tratando de instrumento de dívida como lastro, o prazo de vencimento do título já é previamente estipulado no momento da emissão de modo que junto com o seu vencimento haverá o necessário encerramento do programa. Assim sendo, sugerimos a inclusão de um ajuste refletindo esta realidade e atribuindo à instituição depositária a responsabilidade por notificar a CVM quando da ocorrência destes eventos.</p> |

**MINUTA B – Anexo A
(ANEXO 32-I da ICVM 480)**

| Dispositivos | Redação Ajustada – Proposta B3 | Justificativa |
|----------------------------|--|---|
| Art. 2º, parágrafo único | <p>Art. 2º 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 art. 3º, 4º ou 5º.</p> <p>Parágrafo único. A escolha entre o cumprimento dos art. 3º, 4º ou 5º cabe ao emissor estrangeiro <u>em se tratando de BDR Patrocinado</u>, que deve indicar expressamente sua opção nos requerimentos apresentados por ocasião dos eventos previstos no art. 6º.</p> | <p>O tratamento dado pelo parágrafo único apenas faz sentido no cenário de BDR Patrocinado, em que o emissor dos valores mobiliários que servem como lastro para os BDR atua efetivamente sob acordo firmado com a instituição depositária. Nos casos de BDR Não Patrocinado, como não há acordo com a companhia emissora, não seria razoável exigir que a mesma optasse pelo cumprimento dos art. 3º, 4º ou 5º. Portanto, sugerimos que o dispositivo seja circunscrito ao BDR Patrocinado.</p> |
| Art. 3º, caput e inciso II | <p>Art. 3º Para que obtenha seu o registro <u>do programa de BDR</u> com base no cumprimento deste artigo, o emissor estrangeiro deve ter como principal mercado de negociação dos valores mobiliários de sua emissão a servir como lastro para emissão dos BDR uma <u>jurisdição estrangeira bolsa de valores</u> que atenda cumulativamente as seguintes condições:</p> <p>I – ter sede no exterior e em país cujo <u>existência de</u> supervisor local <u>que</u> tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV; e</p> <p>II – ser classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM.</p> | <p>O art. 6º da Minuta A define BDR Nível I como aquele dispensado de registro do emissor estrangeiro na CVM. No entanto, o novo modelo proposto pela Minuta B para a classificação de emissor estrangeiro presente nos arts. 3º, 4º e 5º estabelece a necessidade de registro do emissor. Desse modo, a fim de compatibilizá-lo com o regime do BDR Nível I, sugerimos um ajuste no caput do dispositivo, fazendo referência ao registro do programa – e não registro do emissor, que nem sempre acontecerá.</p> <p>A segunda sugestão deste dispositivo diz respeito à substituição da concepção de “bolsa de valores” por “jurisdição estrangeira” como mercado reconhecido. Isso porque, na prática, desde a edição da RCVM 3, a B3 tem observado que os principais mecanismos de proteção a investidores e possibilidades de <i>enforcement</i> de irregularidades envolvendo emissores está presente nas normas editadas pela própria jurisdição (e não pela bolsa de valores).</p> <p>Portanto, acreditamos que seria mais eficiente se essa realidade fosse refletida na norma, o que reduziria custos de observância, sem deixar de considerar a proteção do investidor quando da análise da entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários sobre o reconhecimento de determinado mercado.</p> <p>Esse é também o modelo adotado pelos maiores provedores de índices globais, como a MSCI³ e S&P⁴, ao classificar uma listagem em um determinado país. Nesses casos, a classificação e a definição da listagem</p> |

³ Disponível em: https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_GIMIMethodology_May2021.pdf.

⁴ Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/index-policies/methodology-country-classification.pdf>.

| | | |
|---|--|--|
| | | <p>elegível, para que o ativo possa ser incluído em um determinado índice, ocorre sempre a nível de região/país, levando em consideração os aspectos relacionados as questões regulatórias, estrutura de mercado e ambientes de negociação e outras restrições que possam impactar os investidores, principalmente estrangeiro.</p> <p>Desse modo, a alternativa proposta guarda semelhança com os modelos utilizados em outras atividades no âmbito do mercado de capitais.</p> |
| <p>Art. 4º, caput e inciso II, alínea “a”</p> | <p>Art. 4º Para que obtenha seu registro <u>do programa de BDR</u> com base no cumprimento deste artigo, o emissor estrangeiro deve atender cumulativamente as seguintes condições: os requisitos de tempo como emissor estrangeiro, ações em circulação e volume financeiro médio diário de negociação estabelecidos no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM.</p> <p>I – ser um emissor estrangeiro há mais de 18 (dezoito) meses; e</p> <p>II – nos 18 (dezoito) meses anteriores:</p> <p>a) ter mantido ininterruptamente ao menos 25% (vinte e cinco por cento) das ações representativas de seu capital social em circulação; e</p> <p>b) ter mantido, na soma do volume financeiro médio diário de negociação no exterior das ações e de certificados de depósito de valores mobiliários lastreados em ações, montante igual ou superior a R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais).</p> <p style="text-align: center;">ou</p> <p>Art. 4º Para que obtenha seu registro <u>do programa de BDR</u> com base no cumprimento deste artigo, o emissor estrangeiro deve atender cumulativamente as seguintes condições:</p> <p>I – ser um emissor estrangeiro há mais de 18 (dezoito) meses; e</p> <p>II – nos 18 (dezoito) meses anteriores:</p> <p>a) ter mantido ininterruptamente ao menos 25<u>[10 ou 15]</u>% (vinte e cinco <u>[dez ou quinze]</u> por cento) das ações representativas de seu capital social em circulação; e</p> | <p>O art. 6º da Minuta A define BDR Nível I como aquele dispensado de registro do emissor estrangeiro na CVM. No entanto, o novo modelo proposto pela Minuta B para a classificação de emissor estrangeiro presente nos arts. 3º, 4º e 5º estabelece a necessidade de registro do emissor. Desse modo, a fim de compatibilizá-lo com o regime do BDR Nível I, sugerimos um ajuste no caput do dispositivo, fazendo referência ao registro do programa – e não registro do emissor, que nem sempre acontecerá.</p> <p>Em relação às redações alternativas para o dispositivo, remetemos à justificativa detalhada apresentada no item “II - Regras para obtenção de registro de emissor (item 5, Edital)” da manifestação, bem como à justificativa da proposta de inclusão do § 2º no art. 12 da Minuta A.</p> |

| | | |
|----------------|---|--|
| | b) ter mantido, na soma do volume financeiro médio diário de negociação no exterior das ações e de certificados de depósito de valores mobiliários lastreados em ações, montante igual ou superior a R\$1025.000.000,00 (dez vinte e cinco milhões de reais). | |
| Art. 5º, caput | Art. 5º Para que obtenha seu registro <u>do programa de BDR</u> com base no cumprimento deste artigo, o emissor estrangeiro deve ter sede em país cujo supervisor local tenha celebrado com a CVM acordo bilateral específico, para os fins de que trata a regulamentação específica sobre BDR, voltado a cooperação, troca de informações e aumento da efetividade das medidas de fiscalização e supervisão, inclusive das que digam respeito aos emissores de valores mobiliários sediados naquele país. | O art. 6º da Minuta A define BDR Nível I como aquele dispensado de registro do emissor estrangeiro na CVM. No entanto, o novo modelo proposto pela Minuta B para a classificação de emissor estrangeiro presente nos arts. 3º, 4º e 5º estabelece a necessidade de registro do emissor. Desse modo, a fim de compatibilizá-lo com o regime do BDR Nível I, sugerimos um ajuste no caput do dispositivo, fazendo referência ao registro do programa – e não registro do emissor, que nem sempre acontecerá. |
| Art. 6º, §1º | Art. 6º (...). § 1º <u>Em se tratando de BDR Patrocinado, o</u> emissor deve declarar o cumprimento dos requisitos previstos nos art. 3º, 4º ou 5º, por meio de documento assinado por seu representante legal designado na forma do art. 9º, e, no caso de oferta pública de distribuição de BDR, pelo intermediário líder. | O tratamento dado pelo §1º apenas faz sentido no cenário de BDR Patrocinado, em que o emissor dos valores mobiliários que servem como lastro para os BDR atua efetivamente sob acordo firmado com a instituição depositária. Nos casos de BDR Não Patrocinado, como não há acordo com a companhia emissora, não seria razoável exigir que a mesma declarasse o cumprimento dos art. 3º, 4º ou 5º. Portanto, sugerimos que o dispositivo seja circunscrito ao BDR Patrocinado. |