

Rio de Janeiro, 30 de julho de 2021

À

Comissão de Valores Mobiliários

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger

E-mail: audpublicaSDM0321@cvm.gov.br

CHEDIAK
LOPES DA COSTA
CRISTOFARO
SIMÕES

CHEDIAK ADVOGADOS

Rua Visconde de Pirajá 351
Edf. Fórum de Ipanema
13º andar – Ipanema – Rio de Janeiro – RJ
22410-003 – Brasil
T 55 21 3543.6100 / 3073.7600

Rua Gomes de Carvalho 1510
19º andar – Vila Olímpia – São Paulo – SP
04547-005 – Brasil
T 55 11 4097.2001

clcmra.com.br

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

I. Introdução

O escritório **Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados** (“**Chediak Advogados**”), em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM nº 03/21, de 17 de junho de 2021 (“**Edital**”), submete à Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**” ou “**Autarquia**”) seus comentários às minutas de resoluções que propõem revogar a Instrução CVM nº 332/2000 (“**ICVM 332**”) e a Resolução CVM nº 03/2020 (“**RCVM 03**”), além de alterar a Instrução CVM nº 480/2009 (“**ICVM 480**”).

Conforme consta no Edital, a CVM submeteu duas minutas (“**Minutas**”) à avaliação dos participantes do mercado: a Minuta A (“**Minuta A**”) dispõe acerca da nova regulamentação de certificados de depósitos emitidos no Brasil com lastro em ações ou valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior (“**BDRs**”); e a Minuta B (“**Minuta B**”) estabelece as novas regras para obtenção de registro de emissor de BDRs.

Chediak Advogados reconhece a relevância dos aperfeiçoamentos propostos e congratula a CVM pela iniciativa de modernizar e consolidar o arcabouço regulatório brasileiro. A internacionalização dos fluxos de capitais tem ampliado crescentemente a competição entre as bolsas por novas emissões e novos investidores. O mercado de capitais brasileiro evoluiu nos últimos anos, mas ainda se apresenta de maneira incipiente e aquém do seu potencial. Por isso, nada mais oportuno que a disposição da CVM em facilitar e ampliar a oferta de produtos como BDRs visando à promoção do mercado de capitais brasileiro.

Dito isto, entendemos oportuno apresentar a presente manifestação, ressaltando os aspectos das Minutas que, a nosso ver, cabem ser discutidos e aprimorados.

Em suma, estes serão os pontos que abordaremos a seguir:

- (i) a definição de emissor estrangeiro, conforme proposta de alteração prevista no art. 2º, inciso IV, da Minuta A;
- (ii) os requisitos para o registro de emissor estrangeiro, conforme as sugestões de normas constantes do Anexo 32-I da Minuta B; e
- (iii) as disposições aos programas de BDR de Níveis I, II e III, conforme a Minuta A.

II. Definição de emissor

A definição de emissor diz respeito à disciplina societária das companhias estrangeiras que acessam o mercado de valores mobiliários brasileiro por meio dos BDRs. A sua descrição vem desde a Resolução CMN nº 2.318/1996, quando se delimitou que os BDRs deveriam estar lastreados em valores mobiliários de emissão de uma “companhia aberta ou assemelhada”. Conforme a definição constante do art. 1º, inciso I, da referida Resolução, os BDRs seriam “certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior e emitidos por instituição depositária no Brasil”.

Desde então, a regulamentação de BDRs evoluiu sem que tal definição tenha se transformado. A disciplina societária do emissor estrangeiro como uma “companhia aberta ou assemelhada” permaneceu inalterada nas regulamentações da CVM sobre o assunto, como se verifica na Instrução CVM nº 255/1996 (“ICVM 255”), na ICVM 332 e na recente RCVM 03.

No entanto, o conceito de companhia aberta está na Lei nº 6.404/76 (“Lei das S.A.”), que obviamente não se aplica a companhias cujos atos constitutivos tenham sido celebrados no exterior. Os emissores estrangeiros, mesmo quando organizados sob a forma de sociedades com ações admitidas à negociação pública¹, podem não se enquadrar no conceito brasileiro de “companhia aberta”.

¹ “Ou seja, as relações **internas** da sociedade anônima, como, por exemplo, as obrigações de seus administradores, direitos dos acionistas, cláusulas estatutárias, devem ser regidas pela lei do local em que ela foi criada. Portanto, para **todas** as questões tipicamente societárias, como aquelas que dizem respeito aos direitos, deveres e atribuições inerentes à estrutura interna das sociedades, aplica-se a lei do local onde elas se formaram. Diante disso, a Lei nº 6.404/1976, ao regular os fundamentos e

A referência conjunta às sociedades “assemelhadas” a companhia aberta brasileira remeteria aos “correspondentes econômicos da companhia aberta brasileira em outros países, de maneira a abarcar os tipos de organização que fizessem apelo à poupança popular, independentemente de sua natureza jurídica”², como explicou o então presidente da CVM Marcelo Trindade na ocasião do julgamento do PAS CVM nº 2006-1378.

No presente Edital, a CVM elencou, na própria norma, as características equivalentes ao que entende por uma entidade “assemelhada” a uma companhia aberta brasileira. Observe-se o disposto no art. 2º, inciso IV, da Minuta A:

IV – emissor estrangeiro: entidade com sede no exterior que reúna as seguintes características:

- a) personalidade jurídica própria;*
- b) responsabilidade de seus acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas;*
- c) admissão das ações emitidas em mercado organizado de valores mobiliários;*
- d) manutenção de registro junto a um supervisor local, que também seja responsável por supervisioná-lo;*
- e) administração delegada, tendo como instância máxima um órgão colegiado; e*
- f) direito de acionistas a voto e a dividendos, admitidas limitações a algumas espécies e classes de ações.*

Foi em julgamento recente que a CVM previu, pela primeira vez, esses elementos³. Em tal ocasião, o diretor Alexandre Costa Rangel foi voto vencido ao defender uma posição divergente da maioria do Colegiado no que tange à competência da CVM para analisar as

elementos essenciais das sociedades anônimas, somente se aplicará àquelas que se constituírem no Brasil, não incidindo sobre as companhias cujos atos constitutivos tenham sido celebrados no exterior.” EIZIRIK, Nelson. Direito Societário – Estudos e Pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 139. Grifos adotados.

² PAS CVM nº 2006-1378, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 15 de agosto de 2006.

³ “O Colegiado pontuou, então, que o exame de casos como o sob análise deve consistir em verificar se o emissor estrangeiro preenche os requisitos essenciais de uma companhia aberta brasileira, notadamente: (i) personalidade jurídica, (ii) responsabilidade limitada dos acionistas, (iii) ações admitidas a negociação em bolsa ou mercado organizado, (iv) administração delegada, que possua como instância máxima (ou única) um órgão colegiado, e (v) direito dos acionistas de voto e a dividendos. Orientou que, nos casos futuros, os requerentes demonstrem como satisfazem a esses requisitos”. Processo Administrativo CVM nº 19957.007302/2020-90, Ata da Reunião do Colegiado, j. em 5 de janeiro de 2021.

companhias estrangeiras. Segundo o diretor, a legislação brasileira e as normas aplicáveis não autorizariam a Autarquia a emitir juízo de valor sobre disposições societárias internas das companhias estrangeiras para fins de registro como emissor estrangeiro. Qualquer opinião minimamente embasada sobre tais questões demandaria conhecimentos técnicos e específicos sobre legislações estrangeiras, algo que foge do papel do regulador brasileiro. Rangel concluiu que não integra a esfera de competência da CVM o poder-dever de propor ajustes ao conteúdo jurídico de regras societárias de emissores estrangeiros, no âmbito da análise do respectivo pedido de registro, tomando a lei societária brasileira como parâmetro ou referência de regra exigida⁴⁵.

Chediak Advogados concorda com a posição do Diretor Alexandre Costa Rangel no sentido de que a CVM não deve obrigar os emissores estrangeiros que pretendam acessar o mercado de capitais nacional a utilizarem compulsoriamente determinadas estruturas jurídicas de organização.

Se a CVM julga que certo limite à definição do emissor estrangeiro é indispensável em razão do amplo apelo das companhias à poupança popular, sobretudo para evitar disposições societárias em flagrante contraste com o que a Autarquia entende serem princípios básicos e fundamentais para a proteção ao investidor, a tipicidade aberta de “companhias abertas ou assemelhadas” já cumpre esse desígnio.

O estabelecimento de regras cogentes na esfera societária, como se pretende com o presente Edital, reveste a definição de emissor de inflexibilidade e rigidez, em especial diante da constatação óbvia de que não existe um modelo único capaz de servir adequadamente aos tipos societários dos diferentes países. Ao limitar a definição de emissor estrangeiro ao conceito de companhia aberta segundo as normas brasileiras, além de passar a exigir análise de mérito sobre a legislação estrangeira, o regulador acaba por limitar a entrada

⁴ Em caso no qual o Colegiado determinou a realização de diligências adicionais, a Superintendência de Relação com Empresas (“SRE”) também reconheceu limitações à ingerência da CVM sobre o tema, frisando o entendimento de que “*não caberiam questionamentos acerca da equiparação de uma entidade estrangeira emissora de ações à companhia aberta à luz da regulação brasileira*”. Processo Administrativo CVM nº 19957.006232/2020-52, Ata da Reunião do Colegiado, j. em 13 de janeiro de 2021.

⁵ Em outro caso semelhante, desta vez envolvendo a comparação entre a indústria de fundos brasileira e das *investment companies* americanas, a mesma SRE admitiu que “*além do tema escapar à competência desta SRE, tal escopo de análise excederia a esfera da atuação regular desta área técnica, demandando esforço desproporcional ao objetivo que ora se pretende alcançar, qual seja, lançar luz a respeito do tema para que a CVM possa se manifestar institucionalmente a respeito*”. Memorando nº 149/2020-CVM/SRE/GER-2 (Processo SEI nº 19957.007302/2020-90), SRE, datado de 31 de dezembro de 2020.

desses emissores e/ou desse tipo de oportunidade de investimento no mercado de capitais brasileiro.

Nesse sentido, Chediak Advogados diverge da proposta definição de emissor estrangeiro, conforme previsto no art. 2º, inciso IV, da Minuta A do Edital e sugere que seja preservada a atual definição de “companhias abertas ou assemelhadas”, de modo a fazer-se referência genérica às sociedades que apelam à poupança popular, sem especificar o núcleo duro e estrutural da disciplina societária do emissor estrangeiro.

III. Requisitos ao registro de emissor estrangeiro

Com a edição da ICVM 480, o registro de emissores estrangeiros se tornaria exclusivo às companhias cujos ativos no Brasil correspondam a menos de 50% dos ativos constantes de suas demonstrações financeiras. Tal regra foi elaborada tendo em vista o fato de que empresas com atividades exercidas de modo predominante no Brasil constituíam *holdings* estrangeiras e, ainda assim, captavam recursos no mercado de capitais brasileiro como emissores estrangeiros.

Nas palavras do Diretor Alexandre Costa Rangel, a finalidade da norma era “*evitar que entidades com atuação preponderante no Brasil se organizem no exterior e captem recursos no mercado nacional por meio de BDRs, furtando-se indevidamente à aplicação da legislação societária brasileira, sem coerência com a essência econômica das atividades empresárias desenvolvidas*”⁶.

A fim de retomar a liquidez perdida em relação às companhias brasileiras que abriram capital em bolsas estrangeira, a RCVM 03, que alterou a ICVM 480, adicionou nova condição à antiga norma para obtenção de registro de emissor estrangeiro. Além das companhias com a maioria de ativos no exterior, tornaram-se aptas ao registro como emissor estrangeiro aquelas cujo principal mercado de negociação dos valores mobiliários a servir de lastro à emissão de BDRs, nos últimos doze meses, é classificado como “mercado reconhecido”⁷.

⁶ Processo Administrativo CVM nº 19957.006243/2020-32. Ata da reunião do Colegiado, j. em 12 de janeiro de 2021

⁷ Para a classificação como “mercado reconhecido” pela CVM, a Autarquia considera a transparência, a adequada prestação de informações, a liquidez, o histórico e os mecanismos de proteção a investidores existentes no mercado estrangeiro, bem como os riscos à preservação da integridade e higidez do mercado que administra e da sua imagem e reputação, enquanto entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários (RCVM 21, art. 1º, §8º). Atualmente, apenas seis bolsas

Em suma, para a obtenção do registro de emissor estrangeiro, cabe o preenchimento de uma das seguintes condições:

- (i) o emissor deve possuir ativos e receitas no Brasil que correspondam a menos de 50% dos ativos constantes das demonstrações financeiras (art. 1º, inciso I, item “a” do Anexo-32-I da ICVM 480); ou
- (ii) o principal mercado de negociação nos últimos doze meses dos valores mobiliários a servir de lastro para emissão dos BDRs deve ser classificado como “mercado reconhecido” (art. 1º, inciso I, item “a” do Anexo-32-I da ICVM 480).

O Edital em questão, por sua vez, propõe o abandono definitivo do critério de localização de ativos e receitas para o registro de emissor estrangeiro e, em seu lugar, adicionou duas novas regras. De acordo com a proposta, o emissor estrangeiro que desejar obter registro deve preencher uma das três condições a seguir:

- (i) principal mercado de negociação dos valores mobiliários a servir de lastro para emissão dos BDRs classificado como “mercado reconhecido” (art. 3º do Anexo 32-I da Minuta B);
- (ii) emissor estrangeiro há mais de 18 meses, período no qual manteve ao menos 25% das ações representativas do seu capital social em circulação e com volume financeiro médio diário de negociação superior a R\$25.000.000,00 (art. 4º do Anexo 32-I da Minuta B); ou
- (iii) sede em país cujo supervisor local tenha celebrado com a CVM um *acordo bilateral específico* (art. 5º do Anexo 32-I da Minuta B).

Quanto ao requisito (ii), cumpre observar que, a partir de então, será a única via de acesso aos emissores que não fazem parte de “mercado reconhecido” ou daqueles cujo supervisor local não tenha estabelecido acordo de cooperação com a CVM. Muito embora no presente

estão classificadas como mercado reconhecido: New York Stock Exchange (NYSE) Nasdaq Stock Market (Nasdaq), Toronto Stock Exchange (TSX), London Stock Exchange (LSE), Amsterdam Stock Exchange operada pela Euronext N.V. (Euronext Amsterdam) e CBOE BZX Exchange, Inc. (CBOE BZX). Ver Reunião do Colegiado de 01 de junho de 2021).

Edital se eliminem os critérios de localização de ativos e receitas para tais emissores, nele se adicionam exigências relacionadas ao histórico progresso do emissor estrangeiro em seu mercado de origem. Segundo a Autarquia, a regra atual, baseada na localização dos ativos e receitas, *“não oferece proteção contra riscos acarretados por emissores com ativos situados e receitas originadas fora do Brasil, que podem ser tão ou mais relevantes que o dos emissores cujos ativos e receitas estejam ou sejam originadas no território nacional”*⁸.

Sem entrar no mérito dos patamares específicos indicados, nosso receio é de que tal exigência atrapalhe o potencial da bolsa brasileira em se tornar uma referência regional. Por um lado, ainda são poucas as bolsas estrangeiras classificadas como “mercado reconhecido”. As companhias de países como, por exemplo, Chile e Colômbia, que não têm um mercado de capitais no mesmo nível de desenvolvimento do nosso, enfrentarão maiores barreiras no acesso ao mercado brasileiro.

Não faz muito tempo que a própria CVM colocou a questão nesses termos ao afirmar, no Edital de Audiência Pública nº 07/2008 (que originaria a ICVM 480), que a motivação para reformar as normas do registro de emissor estrangeiro era que *“a CVM acredita que o Brasil tem a capacidade de se tornar, ao menos, um centro regional de liquidez na América Latina e isso contribuiria para o crescimento sadio do mercado de valores mobiliários”*⁹.

Chediak Advogados sugere que a CVM repense não apenas os patamares específicos indicados, mas a própria necessidade de indicá-los, ao contrário do atualmente disposto na ICVM 480.

IV. Disposições aos programas de BDR Níveis I, II e III

IV.1) Restrição aos programas de BDR de Níveis I e II realizarem oferta pública com esforços restritos

Nos termos do Edital, a CVM se mostrou disposta a realinhar o regime dos níveis de BDR à “concepção original” desses instrumentos no Brasil. A redação original da ICVM 255,

⁸ Edital de Audiência Pública SDM 03/21. Pág. 8.

⁹ Edital de Audiência Pública SDM 07/08. Pág. 23.

reproduzida pela ICVM 332, não previa a realização de oferta pública nos programas de Níveis I e II, mas tão somente ao programa Nível III.

Foi a Instrução CVM nº 585/2017 que tornou possível a distribuição dos programas de BDRs Níveis I e II por oferta pública com esforços restritos, e em cuja Audiência Pública a Autarquia afirmou que *“a permissão para distribuição de BDRs Patrocinados Nível I e II por meio de oferta pública com esforços restritos tem o objetivo de ampliar o acesso desses emissores ao nosso mercado, por meio de uma oferta pública dispensada de registro e limitada a um número máximo de investidores que podem dela participar”*¹⁰.

No presente Edital, o realinhamento à concepção original se traduz na readequação dos programas de BDRs Níveis I e II como meros mecanismos de admissão à negociação dos BDRs lastreados em ações emitidas no exterior. Nesse sentido, a Minuta A veda a realização de ofertas públicas aos programas de BDRs Níveis I e II, conforme prevista nos arts. 6º, IV e 11, III, ao contrário da presente ICVM 332, que admite a oferta pública com esforços restritos a tais programas.

Chediak Advogados compreende que tal vedação, ao inviabilizar a captação de recursos aos programas de BDR Níveis I e II, é incoerente com os propósitos da CVM de expansão e facilitação do acesso ao mercado de capitais. A proposta da Autarquia, ao desqualificar os BDRs Níveis I e II aos emissores pretendentes à capitalização, limita a pluralidade de mecanismos de acesso ao mercado que, de outro modo, poderiam contemplar maior gama das necessidades das empresas em seus diversos estágios de evolução.

Do ponto de vista do investidor, a limitação mina o aumento no quadro de serviços e produtos à sua disposição, na contramão da RCVM 03 (que garantiu o acesso dos investidores de varejos aos BDR Nível I) e do recente Edital de Audiência Pública SDM 08/20 (que assegurou que os fundos destinados ao público em geral podem aplicar até a totalidade de seu patrimônio em ativos financeiros no exterior). Da perspectiva das empresas tomadoras de recursos, os programas de BDRs Nível I e II deixam de ser um instrumento eficiente de captação, restando apenas a via dos programas de BDR Nível III, em que pesam os custos diretos e indiretos consequentes aos requisitos informacionais e estruturais exigidos. O provável efeito não será outro senão a dificuldade de reter e atrair as empresas

¹⁰ Edital de Audiência pública SDM 07/16. Pág. 03.

que não estão aptas ou dispostas a cumprir os requisitos regulatórios mais onerosos do programa de BDR Nível III.

Chediak Advogados, portanto, diverge da alteração, defendendo que seja mantida a autorização para que os programas de BDRs Nível I e II realizem ofertas com esforços restritos.

IV.2) Restrição à oferta inicial de programa de BDR de Nível III ser necessariamente oferta pública de distribuição com registro na CVM

Outro ponto relevante alterado pela Minuta A, artigo 12, parágrafo único, inciso III, é a obrigatoriedade da primeira oferta pública do programa de BDR Nível III ser registrada na CVM. A consequência disso é que apenas a segunda oferta e as seguintes poderão ser realizadas por meio de oferta pública com esforços restritos (que dispensa o registro na Autarquia).

Tal disciplina, a nosso ver, onera excessivamente o tomador de recursos e desprestigia a autonomia privada, além de restringir a interação com o mercado a partir de graus de intensidade diversos. O emissor, com efeito, estará submetido ao procedimento de oferta pública mesmo em circunstância nas quais ele julgaria viável realizar apenas uma oferta pública com esforços restritos.

Chediak Advogados diverge da alteração e defende que a CVM garanta a autonomia do particular em deliberar sobre o caráter da oferta a ser realizada na ocasião do seu primeiro programa de BDRs Nível III.

IV.3) Concessão de registro de oferta pública de programa de BDR mediante a adoção das restrições objetivas e subjetivas do país emissor dos valores mobiliários lastreados

Por último, cabe responder à Autarquia sobre a proposta prevista pelo artigo 17, §4º, da Minuta A. O dispositivo, ao tratar do registro do programa e da distribuição dos BDRs no Brasil, impõe que, caso haja restrições subjetivas ou objetivas à distribuição nos países estrangeiros em que os valores mobiliários serão negociados, as mesmas restrições serão reproduzidas no registro dos programas no Brasil.

Dessa forma, a proposta impede que se atraiam para o mercado de capitais brasileiro os emissores que encontram dificuldades de realizar a oferta nos mercados de seus próprios países. Tal disciplina tem o condão de minar a saudável concorrência entre os mercados, tanto quanto tornar o mercado brasileiro menos atrativo perante os congêneres estrangeiros.

Chediak Advogados recomenda a exclusão da exigência de que sejam aplicadas as mesmas restrições, porventura existentes na negociação dos valores mobiliários no exterior, em relação à distribuição dos respectivos BDRs no mercado brasileiro.

V. Conclusão

Em suma, nossas sugestões são as seguintes:

- (i) manutenção da atual definição de emissor estrangeiro, sem a disposição de características que tornariam o emissor estrangeiro equivalente a uma companhia aberta brasileira;
- (ii) eliminação dos patamares específicos exigidos pelo art. 4º do Anexo 32-I da Minuta B;
- (iii) manutenção da possibilidade de programas de BDR de Níveis I e II realizarem ofertas públicas de esforços restritos;
- (iv) exclusão da obrigatoriedade da oferta pública inicial do programa de BDRs Nível III ser apenas nas modalidades objeto de registro prévio pela CVM; e
- (v) eliminação da proposta de concessão de registro de oferta pública de programa de BDRs com a adoção das mesmas restrições do país emissor dos valores mobiliários lastreados.

Sendo o que nos cumpre para o momento, colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que eventualmente se fizerem necessários.

Atenciosamente,



Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados