

# PINHEIRONETO

A D V O G A D O S

SÃO PAULO  
R. Hungria, 1.100  
01455-906  
São Paulo - SP  
t. +55 (11) 3247 8400

RIO DE JANEIRO  
R. Humaitá, 275  
16º andar  
22261-005  
Rio de Janeiro - RJ  
t. +55 (21) 2506 1600

BRASÍLIA  
SAFS. Quadra 2 Bloco B  
Ed. Via Office - 3º andar  
70070-600  
Brasília - DF  
t. +55 (61) 3312 9400

PALO ALTO  
228 Hamilton Avenue,  
3rd floor  
CA 94301 USA  
t. +1 650 798 5068

TÓQUIO  
1-6-2 Marunouchi,  
Chiyoda-ku, 21st floor  
100-0005  
Tokyo - Japan  
t. +81 (3) 3216 7191

São Paulo, 30 de julho de 2021.

**Comissão de Valores Mobiliários**  
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado**

E-mail: [audpublicaSDM0321@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0321@cvm.gov.br)

Ref.: Audiência Pública SDM nº 03/2021

Prezados Senhores,

**Pinheiro Neto Advogados** vem, respeitosamente à presença dessa D. CVM, apresentar comentários e sugestões às minutas de Instrução CVM e Resolução CVM objeto da Audiência Pública SDM nº 03/2021 (“Minuta A” e “Minuta B”, respectivamente, e, em conjunto “Minutas”), que dispõem sobre certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro em ações ou em valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior (BDR).

A fim de facilitar a visualização, todas as sugestões de inclusões feitas no texto das Minutas estão sublinhadas e destacadas em azul, enquanto as sugestões de exclusões foram identificadas por um taxado simples e destacadas em ~~vermelho~~.

Por fim, cumprimentamos a iniciativa dessa D. CVM de buscar o aprimoramento da regulamentação dos BDRs, com vistas a fomentar o mercado e a bolsa locais e propiciar condições para emissões no mercado local para emissores estrangeiros e aperfeiçoar a regulamentação existente, bem como por abrir espaço para que participantes do mercado façam sugestões adicionais em relação às mudanças propostas.

Atenciosamente,

**Pinheiro Neto Advogados**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

MINUTA DE INSTRUÇÃO CVM Nº [•], DE [•] DE [•]  
DE 202[•]

(Minuta A)

CAPÍTULO II – DEFINIÇÕES

Art. 2º Para os efeitos dessa Resolução, entende-se por:

(...)

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 e/ou diferenciações a algumas espécies e classes de ações.

**COMENTÁRIOS/  
JUSTIFICATIVAS**

Sugerimos a inclusão de complemento ao subitem “f” do item IV para evitar questionamentos acerca da adequação de emissores estrangeiros que possuam títulos com voto plural ou “dual-class shares”, por exemplo. Como não se trata exatamente de uma limitação às demais ações, mas sim de uma distinção feita a espécie/classe especial, entendemos que a redação pode ser refinada.

<p style="text-align: center;">Seção II – BDR Nível I</p> <p>Art. 6º O programa BDR Nível I caracteriza-se por:</p> <p>I – admissão à negociação em mercados organizados de valores mobiliários, sem prejuízo do disposto nos arts. 14, 15 e 17, § 4º;</p> <p>II – divulgação, no Brasil, pela instituição depositária, das informações indicadas nesta Seção;</p> <p>III – dispensa de registro do emissor na CVM, ressalvada a hipótese de BDR com lastro em valores mobiliários representativos de títulos de dívida emitidos por emissores brasileiros; e</p> <p>IV – <del>impossibilidade de oferta pública de distribuição de valores mobiliários</del> <u>possibilidade de distribuição por oferta pública com esforços restritos, nos termos da regulamentação específica.</u></p> <p>(...)</p>	<p>Sugerimos a reconsideração da restrição imposta pela Minuta A às ofertas públicas com esforços restritos de BDRs Nível I e II.</p> <p>Nos termos do edital de audiência pública, a SDM afirma que as alterações propostas na Minuta A buscam “realinhar os BDR com a concepção original desses instrumentos financeiros no Brasil e em outras jurisdições”, propondo que os programas de BDR Nível I e Nível II voltem a ser apenas formas de emissores estrangeiros estabelecerem uma “presença no mercado brasileiro”, com os valores mobiliários de sua emissão como lastro de BDR sendo admitidos à negociação, mas não como uma forma de captação de recursos. Questionamos a conveniência de tal restrição proposta.</p> <p>Em primeiro lugar, a restrição à captação nos parece contraditória com as regras da própria norma. Embora a minuta determine a impossibilidade de ofertas públicas de distribuição de BDRs Nível I e Nível II, há a previsão de que os mesmos BDRs podem ser livremente negociados pelo público em geral, inclusive de varejo (no Nível I, desde que observado o art. 15 da Minuta A). Ora, se os BDRs Níveis I e II podem ser adquiridos no mercado secundário por investidores do público em geral, inclusive de varejo, não haveria motivo para restringir que investidores profissionais possam adquiri-los em ofertas públicas primárias ou secundárias desses mesmos valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM 476, conforme prevê a regra atualmente em vigor.</p> <p>A restrição não se justifica do ponto de vista da proteção aos investidores, uma vez que estes seguiriam tendo acesso à aquisição de BDR Níveis I e II no mercado. Mais ainda, tendo em vista o regime de responsabilidades atribuídas aos intermediários em ofertas restritas, a possibilidade de realizar ofertas desses valores mobiliários a investidores profissionais não agrega nenhum risco ou custo regulatório adicional.</p> <p>Além disso, não nos parece claro como a restrição de captação de recursos via BDRs Nível I e Nível II seria benéfica ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.</p>
<p style="text-align: center;">Seção III – BDR Nível II</p> <p>Art. 11. O programa BDR patrocinado Nível II 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 – <del>impossibilidade de oferta pública de distribuição de valores mobiliários</del> <u>possibilidade de distribuição por oferta pública com esforços restritos, nos termos da regulamentação específica.</u></p>	

	<p>Os BDRs oferecem o duplo benefício de (i) oferecer aos investidores brasileiros oportunidades de investimento internacionais, adicionando ativos com fatores de risco menos relacionados ao mercado local; e (ii) atrair emissores estrangeiros para o mercado de capitais brasileiro, fomentar o desenvolvimento e a liquidez do mercado e a oferta de produtos mais diversificados no país.<sup>1</sup></p> <p>Por conta da força das instituições locais e da sofisticação da regulamentação específica (inclusive dessa D. CVM), em especial quando comparada a de nações vizinhas, entendemos que o mercado de capitais brasileiro tem grande potencial para se tornar um polo de investimentos na região. Os BDRs, que tiveram um crescimento bastante relevante nos últimos dois anos, podem ser um instrumento importante para esse desenvolvimento.</p> <p>Nesse cenário, entendemos que a restrição proposta reduziria bastante a atratividade do mercado de capitais brasileiro para os potenciais novos emissores, prejudicando o potencial de crescimento do mercado.</p> <p>Face ao exposto, sugerimos as alterações indicadas ao lado, que refletem a manutenção da redação atualmente em vigor, conforme disposto no Art. 3º, §1º, I, “e”, e II, “c”, da Instrução CVM 332.</p>
<p style="text-align: center;">Seção II – BDR Nível I</p> <p>Art. 7º A instituição depositária do programa não patrocinado Nível I deve divulgar as seguintes informações a respeito do emissor:</p> <p>(...)</p> <p>Parágrafo único. As informações de que trata o <b>caput</b> devem ser divulgadas até a abertura do pregão do dia seguinte ao de sua <a href="#">primeira</a> divulgação, seja no país da sede do emissor ou no país em que os valores mobiliários são admitidos à negociação.</p>	<p>Sugerimos a inclusão de complemento ao Parágrafo único, para replicar a redação do § 3º do Artigo 3º da Instrução CVM 332 e evitar potenciais conflitos de horários e datas entre país de origem e país em que os valores mobiliários são negociados.</p>

---

<sup>1</sup> Essa D. CVM inclusive já apresentou essa visão no passado, no âmbito do Edital de Audiência Pública SDM Nº 08/19: “A CVM entende benéfico que investidores locais tenham oportunidade de investir em valores mobiliários desses emissores, assim como os próprios emissores tenham maior facilidade em realizar parte da captação pretendida no mercado local.”

<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 de distribuição.</p> <p>Parágrafo único. A oferta pública <u>inicial</u> de BDR <u>Nível III deve, necessariamente</u> <del>a que se refere o inciso III do caput</del> <u>deve</u>;</p> <p>I – ocorrer concomitantemente com a oferta pública no exterior dos valores mobiliários em que sejam lastreados;</p> <p>II – observar as mesmas restrições <u>relacionadas a qualificação ou sofisticação do público investidor</u> a que a oferta pública referida no inciso I esteja sujeita; e</p> <p>III – <del>no caso de oferta inicial</del>, ser objeto de registro na CVM.</p>	<p>A redação originalmente proposta permitia a interpretação de que o requisito de oferta simultânea no exterior seria aplicável a qualquer oferta pública de distribuição de BDR, inclusive em caso de ofertas subsequentes. Entendemos que não tenha sido o intuito dessa I. Autarquia alterar esse aspecto atualmente previsto na ICVM 332. Assim, propomos a sugestão de ajuste para deixar mais claro que a oferta pública concomitante no exterior somente é exigida por ocasião da oferta pública inicial dos BDR, como condição para o registro do programa, tal como ocorre na regra atual. Ofertas subsequentes de BDR, sejam primárias ou secundárias, podem ser realizadas independentemente de haver oferta pública concomitante dos ativos que os lastreiam.</p> <p>Adicionalmente, quanto ao inciso II originalmente proposto, não nos pareceu claro o sentido do termo “restrições” utilizado nesse item. Assim como no Brasil, ofertas públicas podem ter restrições quanto à sofisticação do público-alvo, quanto a volume da oferta, quanto a regras tributárias aplicáveis a determinados tipos de investidores etc. A determinação indiscriminada de que “restrições” existentes na oferta estrangeira também sejam aplicadas à oferta brasileira, que possui regime jurídico próprio e distinto, pode (i) inviabilizar a oferta no Brasil; (ii) gerar insegurança ao mercado e recursos reiterados ao Colegiado CVM; e (iii) não alcançar o objetivo almejado por essa D. CVM.</p> <p>Assumindo que a preocupação desta I. Autarquia seja a de aplicar à oferta pública de BDR Nível III eventuais requisitos de qualificação ou sofisticação aplicáveis ao público-alvo da oferta concomitante no exterior, propusemos pequeno ajuste no inciso II.</p>
--	--



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ANEXO A À RESOLUÇÃO CVM Nº [•], DE [•] DE [•]  
DE 202[•]  
ANEXO 32-I

(Minuta B)

COMENTÁRIOS/  
JUSTIFICATIVAS

Art. 6º O cumprimento dos requisitos previstos nos arts. 3º, 4º ou 5º, conforme o caso, deve ser verificado por ocasião de:

I – registro de emissor;

II – realização de oferta pública de distribuição de certificados de depósito de valores mobiliários – BDR;

III – registro de programa de BDR; e

IV – conversão de nível do programa de BDR.

§ 1º O 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.

§ 2º A declaração a que se refere o § 1º deve ser acompanhada de memória de cálculo feito para verificação do disposto nos art. 3º ou 4º.

§ 3º Os emissores registrados na CVM como estrangeiros antes da entrada em vigor da presente norma de 31 de dezembro de 2009 estão dispensados da comprovação do enquadramento na condição de emissor estrangeiro nas hipóteses dos incisos II e III do **caput**.

Na forma originalmente proposta, a Minuta B impediria a realização de ofertas subsequentes por emissores estrangeiros que obtiveram seus registros de emissor concedidos com base no critério de ativos e receitas no exterior. Isso porque, na norma atual, os emissores devem, alternativamente, (i) ter suas ações negociadas há pelo menos 12 meses em mercado reconhecido; ou (ii) ter a maioria de seus ativos e receitas oriundos do exterior. Por outro lado, na nova norma proposta, o critério que depende da localidade dos ativos e receitas foi abandonado e, em seu lugar, foram incluídos parâmetros baseados seja em um robusto histórico de negociação de ações do emissor em bolsa estrangeira nos últimos 18 (dezoito) meses seja na celebração de um acordo bilateral específico entre a CVM e o supervisor local atuante na sede do emissor estrangeiro.

Dessa forma, caso a Minuta B seja editada conforme proposta, os emissores registrados a partir de 31.12.2009 cujo registro baseou-se no critério de ativos e receitas no exterior ficarão incapacitados de realizar ofertas subsequentes. Por esse motivo, sugerimos que a data de corte seja alterada de 31.12.2009 para a data de entrada em vigor da Minuta B. Em conformidade com os princípios da igualdade e da segurança jurídica, considerando que o critério de ativos e receitas deixará de existir, os emissores registrados em observância a tal critério também deveriam ser autorizados a realizar ofertas subsequentes de acordo com o mesmo “teste” aplicado quando de seu registro inicial de emissor estrangeiro.

O objetivo da sugestão é assegurar aos emissores estrangeiros já registrados com base em critérios que sejam

	<p>eliminados pela nova norma a mesma segurança jurídica conferida àqueles registrados antes de 31.12.2009.</p> <p>Caso essa D. CVM não entenda ideal a sugestão de ajuste proposta acima, sugerimos alternativamente, de forma subsidiária: (a) que se preveja que emissores estrangeiros registrados entre 31.12.2009 e a entrada em vigor da norma possam realizar ofertas subsequentes de acordo com as mesmas regras a que tais emissores estariam sujeitos nos termos das normas vigentes à época de seu registro inicial de emissor estrangeiro; ou, ainda, (b) que alguma regra de transição seja incluída para endereçar a questão da segurança jurídica dos emissores registrados.</p>
--	--