



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
Secretaria Especial de Produtividade, Emprego e Competitividade
Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade
Subsecretaria de Advocacia da Concorrência
Coordenação-Geral de Concorrência no Sistema Financeiro

PARECER SEI Nº 11405/2021/ME

**TÍTULO: EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA
SDM Nº 03/21**

ASSUNTO: Regulamentação dos certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro em ações ou em valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior (BDR) pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Processo SEI nº 10099.100577/2021-65

I - INTRODUÇÃO

1. A Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia (Seae/ME) apresenta, por meio deste parecer, considerações sobre a Audiência Pública CVM/SDM nº 03/2021 (SDM 03/21),^[1] com o objetivo de contribuir para o aprimoramento do arcabouço regulatório do setor nos termos de suas atribuições, definidas na Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, e no Decreto nº 9.745, de 08 de abril de 2019.^[2]
2. O objetivo central do parecer é o de analisar as duas minutas de resoluções (MINUTAS) relacionadas aos certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro em ações ou em valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior (BDR). Essas minutas estão descritas na SDM 03/21, cujo prazo fatal é 31 de julho de 2021, e foram submetidas à consulta pública pela CVM em 17 de junho de 2021.
3. Segundo a CVM, a primeira minuta (MINUTA A) dispõe sobre a emissão e negociação de certificado de depósito de valores mobiliários - BDRs com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior, a qual irá substituir a Instrução da CVM Nº 332/2000 referente ao mesmo tema. A segunda minuta (MINUTA B), em conjunto com a MINUTA A, trata de *modificações complementares a outras normas, notadamente à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.
4. A importância do assunto em tela resume-se no fato de que os BDRs são de um lado, uma “[...] alternativa para empresas estrangeiras captarem recursos no mercado brasileiro; [e, de outro, uma possibilidade para que o] investidor doméstico [possa] adquirir no Brasil valores mobiliários lastreados em ativos estrangeiros, considerando que geralmente a negociação no exterior é complexa e custosa, além de envolver sistemas operacionais distintos, barreiras linguísticas, questões regulatórias, diferenças de fuso horário, procedimentos de liquidação, regulamentos cambiais diversos, entre outros.”^[3]
5. Os *Brazilian Depository Receipts* (BDRs) “[...] são valores mobiliários emitidos por

instituição financeira, residente no Brasil, lastreado em ações de uma companhia residente no exterior. Esses certificados de depósito são valores mobiliários espelhos dos valores mobiliários estrangeiros e confere ao investidor dos certificados de depósito os mesmos direitos conferidos aos subscritores mobiliários originais.”[4]

6. Os BDRs são disciplinados atualmente pela Instrução CVM nº 332/2020 (ICVM 332/20) com as alterações introduzidas pelas instruções CVM N°s 431/06, 456/07, 480/09, 493/11, 551/14, 554/14, 585/17 e resolução CVM N° 3/20. Ademais, as regras referentes ao registro dos emissores, de que trata a MINUTAB, estão previstas na Instrução CVM nº 480/2009 (ICVM 480/09).
7. Este parecer, além dessa breve introdução, terá mais quatro seções. A próxima seção faz um relato sucinto acerca do tema central da SDM 03/21: certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro em ações ou em valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior. A terceira descreve brevemente e examina os aspectos principais das duas MINUTAS, conforme apresentados pela CVM. A quarta seção descreve resumidamente o escopo de cada uma das MINUTAS e apresenta considerações acerca dos possíveis impactos concorrenciais e das eventuais melhorias regulatórias e de redução de custos dos negócios proporcionadas por elas. Por fim, apresentam-se considerações finais a título de conclusão.

□ II - Programas de BDRs

8. Esta seção tem como objetivo descrever resumidamente o conceito e finalidade dos BDRs que, como visto, são “[...] valores mobiliários emitidos no Brasil e que possuem como lastro ativos, geralmente ações, emitidos no exterior”.[5]
9. Os BDRs são um mecanismo ideal para que empresas estrangeiras possam se estabelecer no mercado de capitais brasileiro. Com efeito, as companhias estrangeiras, listando um programa de BDR, acabam por acessar o mercado brasileiro, com vistas, entre outros motivos, a “[...] dar maior visibilidade entre consumidores, diversificação e ampliação de sua base de acionistas, clientes e investidores, melhor *valuation* internacional ao se colocar junto a seus pares e aumento da liquidez total de sua ação ao atrair novos investidores. Além disso, operar no Brasil contribui para futuras ofertas públicas, aquisições e consolidação do crescimento empresarial.”[6]
10. O surgimento dos BDRs, bem como dos certificados de depósitos emitidos por empresas brasileiras, segue a trilha da política brasileira de abertura ao fluxo internacional de capitais (*financial liberalization*), conforme defendem Gottschalk e Sodré (2008, p. 100):

In addition to CC-5 and Fiex, residents could invest abroad through acquiring Depositary Receipts (DRs) of Brazilian corporates, as well as Brazilian Depositary Receipts (BDRs) of foreign corporates. As is known, DRs are securities that represent shares of Brazilian corporates that can be transacted in international markets, while BDRs are securities representing shares issued by foreign public corporates. Of course, from a micro perspective, DRs constitute an investment abroad, but also and in equivalent terms external borrowing by domestic public corporates; therefore, DRs are neutral from a balance of payments perspective. The BDRs represent an outright outflow of resources, although when the investment comes to an end, resources cannot be used for another investment modality abroad, thus returning to the country instead.[7]

11. Na próxima seção, serão descritas brevemente e examinadas os principais aspectos da SDM 03/2021, conforme destacados pela CVM, com vistas a subsidiar as considerações que serão feitas na quarta seção deste parecer.

III - Aspectos principais das MINUTAS contidas na SDM 03/21, segundo Edital de Audiência Pública da CVM

12. A finalidade primordial da CVM com a reforma dessas normas regulatórias - **Instruções CVM nrs. 332, de 04 de abril de 2000, e 480, de 07 de dezembro de 2009** - é o de complementar [...] *uma mudança relativamente recente na regulamentação aplicável a BDR, materializada na Resolução CVM n° 3, de 11 de agosto de 2020, resultante da Audiência Pública SDM n° 08/19, [...] modernizando o arcabouço regulatório dos BDR e mitigando riscos ao mercado de capitais brasileiro.*[\[8\]](#)
13. Conforme destaca a CVM, a *Resolução CVM n° 3, de 2020, expandiu as possibilidades de investimento em BDR, flexibilizando exigências relativas (i) aos valores mobiliários que podem servir como lastro aos BDR, (ii) ao acesso aos BDR por investidores não considerados qualificados, nos termos da regulamentação específica; e (iii) 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 publicamente no Brasil. No entanto, uma série de recentes casos concretos de requerimentos de registro de emissores e ofertas evidenciaram inadequações e fragilidades na regulação preexistente que não haviam sido enfrentadas na reforma trazida pela Resolução CVM n° 3, de 2020.*[\[9\]](#)
14. **Com efeito, o Edital informa a existência de apenas quatro ocorrências dessa série de casos recentes, [\[10\]](#) todos de 2020, dos quais dois foram decididos pela Diretoria da CVM em 2021. Sendo assim, parece ser pouco razoável que um pequeno número de eventos possa ser condição suficiente para gerar alterações substantivas no marco regulatório, o qual foi recentemente modificado (Resolução CVM n° 3/2020). Sugere-se, portanto, o estabelecimento de um indicador quantitativo (número mínimo de casos) / qualitativo (impacto/relevância dos casos sobre a regulação em vigor) acerca dos casos submetidos à decisão do colegiado da CVM que possa ser considerado como condição necessária e suficiente para dar início a uma revisão do marco regulatório existente.**
15. De toda sorte, esses casos concretos despertaram as reflexões do órgão regulador sobre: (a) *a importância de ofertas públicas iniciais de BDR Nível III serem objeto de registro na CVM e ocorrerem simultaneamente à oferta pública, no exterior; dos valores mobiliários que servem como lastro aos BDR;* (b) *os potenciais desafios a CVM para exercer seu poder-dever de proteção geral aos investidores do mercado de capitais brasileiros e para garantir o funcionamento regular e eficiente do mercado, na forma do art. 4º da Lei 6.385, de 1976, quando existir a realização de ofertas simultâneas de valores mobiliários no Brasil e no exterior;* (c) *a caracterização ou não de entidades de investimento como emissores assemelhados a companhias abertas, conforme exigido pela Instrução CVM n° 332, de 2000;* e (d) *a inadequação do critério de localização de ativos e receitas para determinar a condição de estrangeiro desses emissores.*
16. Em face desses questionamentos, a CVM entende que há necessidade de modificar o atual arcabouço regulatório dos BDRs, objetivando: *a) substituir o conceito de “companhia aberta ou assemelhada” pela enumeração dos atributos que tornam um emissor passível de ter valores mobiliários de sua emissão como lastro de BDR; b) dar maior clareza quanto ao papel esperado dos reguladores estrangeiros que atuam sobre as jurisdições em que os valores mobiliários que serão admitidos como lastro de BDR são negociados; c) redefinir as prerrogativas e exigências aplicáveis aos Níveis I, II e III dos programas de BDR de modo que sua oferta pública no Brasil esteja mais aderente a medidas de proteção de investidores; d) prever exigências para obtenção do registro de emissor estrangeiro pela CVM que sejam efetivas e comuns a todos os emissores, independentemente da localidade de seus ativos e de origem de receitas; e e) instituir um regime de prestação de informações por parte de entidades de investimento que seja compatível com a natureza desses emissores.*
17. De acordo com a CVM, a MINUTA A tem o propósito de substituir a atual regulamentação dos BDRs, enquanto a MINUTA B trata de adequar outras regulamentações ao

estabelecido nessa nova regulação dos BDRs. Na Tabela 1 abaixo, identifica-se os principais tópicos contidos nas minutas, de acordo com a exposição contida no EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/21.

Tabela 1 – Principais tópicos das minutas

MINUTAS	PRINCIPAIS TÓPICOS	DESCRIÇÃO
1. MINUTA A	1.1 Definição de emissor (art. 2º, II, III e IV, da Minuta A)	Estabelece definição mais restrita de emissor estrangeiro, abrangendo entidades no exterior que reúnam uma série de características [incluindo, entre outras, “personalidade jurídica própria”, “responsabilidade limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”, “admissão das ações emitidas em mercado organizado”, registro junto a um supervisor do mercado de capitais que seja efetivamente responsável por supervisionar esse emissor estrangeiro] equivalentes ao que se entende por uma entidade “assemelhada” a uma companhia aberta (definição de emissor brasileiro: sociedades anônimas com registro na CVM). Contudo não afasta a possibilidade de haver emissores classificados como entidade de investimento, desde que cumpridas exigências fixadas na MINUTA B.
	1.2 Supervisão de emissores no exterior (arts. 2º e 16 da Minuta A)	De acordo com a CVM, a supervisão dos mercados de capitais em outras jurisdições pode ser desempenhada sob arranjos variados e a experiência prática mostra que nem sempre os acordos para troca de informação que preenchem os requisitos hoje previstos na Instrução CVM nº 332, de 2000, atingem os resultados esperados. Assim, a nova regulamentação busca exigir que o emissor estrangeiro esteja registrado junto a um supervisor local do mercado de capitais com efetiva atribuição de supervisioná-lo (art. 2º, IV, “d” e XIII), admitindo-se (art. 2º, parágrafo único) que a supervisão possa se dar por outros meios admitidos naquela jurisdição. Nos casos de programas BDR Níveis II e III, a Minuta A transfere à instituição depositária o ônus de demonstrar fundamentadamente que os supervisores locais do emissor e do mercado em que seus valores mobiliários são admitidos à negociação possuem competência para obter e repassar à CVM as informações abrangidas pelo memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV/IOSCO ou pelo acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para troca de informações que tenham celebrado com a CVM, conforme o caso.
	1.3 Níveis I, II e III dos Programas de BDR (arts. 5º a 16 da Minuta A)	Conforme informa a CVM, a nova regulamentação dos BDRs estabelece a impossibilidade de coexistência de programas patrocinados e não patrocinados tendo por lastro os mesmos valores mobiliários (art. 5º, § 3º). Ademais, admite-se o registro automático dos programas de BDR Nível I, mediante a entrega das informações exigidas pela norma (art. 16, § 3º). Mais ainda, possibilita-se a conversão de níveis de um programa, mediante cumprimento das exigências aplicáveis ao nível no qual o programa será convertido (art. 18). A conversão se dá sempre “para cima” (p. ex., Nível I em Nível II ou III; Nível II em Nível III). Por outro lado, fixa-se que o Nível I patrocinado e o Nível II voltem a ser apenas formas de o emissor estabelecer uma presença no mercado brasileiro, com os valores mobiliários de sua emissão como lastro de BDR sendo admitidos à negociação, mas não uma forma de captação de recursos. Adicionalmente, o Nível I, patrocinado ou não, fica ainda sujeito a restrição de negociação entre investidores qualificados (art. 14), exceto se o emissor tiver como principal mercado de negociação uma bolsa de valores (i) com sede em país cujo supervisor local tenha celebrado acordo de cooperação com a CVM ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da

		<p><i>Organização Internacional das Comissões de Valores e (ii) seja classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM. Exige-se também a obrigatoriedade de oferta pública para a concessão do registro ao programa classificado como Nível III. Por fim, a nova regulação exige que a primeira oferta do emissor estrangeiro no âmbito de um programa Nível III deve ser uma oferta registrada na CVM, podendo as demais ofertas ser realizadas sob regime de esforços restritos e dispensadas de registro, nos termos da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (art. 12, parágrafo único, III).</i></p>
2. MINUTA B	<p>2.1 Regras para obtenção de registro de emissor (arts. 3º a 5º do anexo A da Minuta B)</p>	<p>Com a nova regulação, a obtenção do registro de emissor estrangeiro passa a não mais depender da localidade de ativos e de origem de receitas, mas sim da adoção de uma de três possíveis vias, a critério do próprio emissor, a saber: (a) ter como principal mercado de negociação um “mercado reconhecido”, aplicável a qualquer emissor. <i>A Minuta B mantém o conceito [de mercado reconhecido] 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 (art. 3º, § 3º, do Anexo A; (b) ter o emissor, 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) (art. 4º do Anexo A); e (c) ter o emissor sediado 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 (art. 5º do Anexo A). Esses acordos não se confundem com os acordos previstos na atual Instrução CVM nº 332, de 2000, e na Minuta A.</i></p>
	<p>2.2 Entidades de investimento (art. 8º da Minuta A e art. 8º do Anexo A da Minuta B)</p>	<p><i>A emissão de BDR com lastro em ações emitidas por emissores estrangeiros que se enquadrem na definição de entidade de investimento demanda a entrega das seguintes informações, dentre outras: (i) taxas cobradas para remuneração de prestadores de serviço; (ii) relação de encargos imputáveis ao emissor; (iii) relatório com justificativas para alterações no valor justo de investimentos; e (iv) composição da carteira. Tais exigências estão previstas no art. 8º da Minuta A, em relação aos emissores de valores mobiliários que servem como lastro a BDR patrocinados Nível I, e no art. 8º do Anexo A da Minuta B, quanto aos emissores estrangeiros registrados na CVM, sendo assim aplicáveis a todos os programas patrocinados de BDR. A exigência não se aplica aos programas não patrocinados, uma vez que podem não ser ordinariamente produzidas pelos emissores estrangeiros em suas jurisdições. As exigências de cunho informacional ora previstas são similares às usualmente dirigidas a fundos de investimento, mitigando possíveis assimetrias no regime regulatório de veículos de investimento que podem ser economicamente similares.</i></p>

Fonte: Edital CVM Nº 03/21.

IV - Do impacto concorrencial, das melhorias regulatórias e da redução de custos dos negócios

18. O objetivo central da advocacia da concorrência é o de estimular os agentes econômicos privados e públicos a perceberem os ganhos alocativos e produtivos que a admissão e

preservação da concorrência produzem, esclarecendo-os sobre essas vantagens. Neste sentido, a [...] *advocacia da concorrência compreende ações de promoção de concorrência que não estejam relacionadas com as ações de enforcement - como a função preventiva, que ocorre por meio do controle de atos de concentração, ou repressiva, com a repressão de condutas anticompetitivas.*[11]

IV.1 Análise do impacto concorrencial

19. Para avaliar os potenciais impactos concorrenciais utiliza-se a metodologia desenvolvida pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em seu Guia de Avaliação da Concorrência.[12] A metodologia consiste em um conjunto de questões a serem verificadas na análise do impacto de políticas públicas sobre a concorrência. O impacto anticompetitivo pode ocorrer por meio dos seguintes efeitos: (i) limitação no número ou variedade de fornecedores; (ii) limitação na concorrência entre empresas; (iii) diminuição do incentivo à competição e (iv) limitação das opções dos clientes e da informação disponível. Considerando tais critérios, pode-se afirmar que as propostas em análise, salvo melhor avaliação, podem gerar impactos concorrenciais negativos.

IV.1.1 MINUTA A

20. A MINUTA A possui 12 capítulos, 4 seções e 24 artigos. Da leitura da MINUTA A e de sua comparação com a ICVM 332/2000 (atualizada por último pela Resolução CVM N° 03/2020), compreende-se que os seguintes dispositivos da proposta podem gerar impactos anticompetitivos, levando-se em conta os efeitos supramencionados:

- **Art. 3º, caput; e art. 6º, I** - Esses dispositivos limitam explicitamente os programas de BDRs listados ou admitidos à negociação em **mercados organizados de valores mobiliários** com sede no exterior. Essa limitação inexistente na atual regulação (ICVM 332/2000) para os programas BDRs nível I, patrocinado ou não patrocinado. Nesse contexto, os dispositivos, salvo melhor avaliação, poderão **limitar as opções dos clientes e o número ou variedade de fornecedores**. Sendo assim sugere-se a seguinte redação para os dispositivos:

Art. 3º.....

§1º Somente emissores estrangeiros podem ter ações de sua emissão como lastro de BDR.

§2º Excetuam-se da restrição do caput os BDR nível I, patrocinado ou não patrocinado.

Art. 6º.....

I - admissão à negociação em mercados organizados e não-organizados de valores mobiliários, sem prejuízo do disposto nos arts. 14, 15 e 17, § 4º;

.....

.....

- **Art. 5º, §3º** - Esse dispositivo impõe restrição aos programas de BDRs patrocinados, pois proíbe sua instituição enquanto estiver vigente um programa não patrocinado de BDR com lastro nos mesmos valores mobiliários. Esse impedimento pode **limitar as opções dos investidores, além de diminuir o incentivo à competição**. Sugere-se, portanto, a supressão dessa restrição.
- **Art. 6º, I e IV** – Esses dispositivos impossibilitam que os BDRs nível I possam, de um lado, ser negociados em mercados não organizados; e, de outro, ser objeto de oferta pública de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos (hoje permitida). Essas limitações podem **reduzir as opções dos investidores, diminuir o número ou variedade de fornecedores e atenuar o incentivo à competição**. Aconselha-se, assim, a exclusão dessas impossibilidades.

- **Art. 8º, §§1º, 2º e 3º (art. 8º da MINUTA B)** - Tais dispositivos regulam a permissão de entidades de investimentos atuarem como emissores e a divulgação de informações adicionais às fixadas para os demais emissores pelas instituições depositárias, quando aquelas entidades forem responsáveis pela emissão dos valores mobiliários que lastreiam os BDRs. A atual regulação trata de forma isonômica os emissores, no que tange às informações que as instituições depositárias são obrigadas a fornecerem aos investidores. Compreendendo essas entidades de investimentos[13] como emissores estrangeiros, pois sua definição não consta explicitamente do art. 2º da MINUTA A (os emissores nacionais só podem ser sociedades anônimas), os dispositivos, portanto, **criam discriminação** contra esse tipo de emissor. Assim, esses dispositivos podem ocasionar eventualmente **limitações em relação ao número ou variedade de fornecedores, à concorrência entre espécies de emissores e às opções dos clientes, além de reduzir o incentivo à competição**. Sugere-se à CVM, desse modo, repensar a justeza da imposição dessas informações adicionais para as entidades de investimento.
- **Art. 11, III** – O inciso proíbe que programas de BDRs nível II possam ser objeto de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. A atual regulação permite que essa tipologia de programas possa ser objeto de ofertas sob o regime de esforços restritos. Como a regulação atual das ofertas públicas está sendo objeto de Consulta Pública, essa proposta de proibição acaba por eventualmente **restringir o número ou variedade de fornecedores e as opções dos investidores**, pelo menos em face da atual regulação. Assim, recomenda-se a supressão dessa proibição.
- **Art. 12, III** - Esse dispositivo obriga os programas BDRs nível III a serem objeto de oferta pública de distribuição. A atual regulação (ICVM 332/03) admite a possibilidade de distribuição por oferta pública registrada na CVM ou por oferta pública com esforços restritos, nos termos da regulamentação específica. Sendo assim, a nova proposta é mais restritiva do que a regulação vigente, podendo eventualmente acarretar em **limitação de opções aos investidores**. Assim, sugere-se a seguinte redação:

Art. 12.....

.....

III - possibilidade de distribuição por oferta pública de distribuição ou por oferta pública com esforços restritos, nos termos da regulamentação específica.

- **Art. 16** – O artigo obriga que todos os programas de BDRs sejam registrados na CVM. A atual regulação permite que em algumas hipóteses haja a dispensa do registro (§§1º e 2º do art. 4º da ICVM 332/2000). Essa obrigação poderá gerar eventualmente **limitação no número e variedade de fornecedores, limitação nas opções dos investidores e redução do incentivo à competição**. Sugere-se uma reavaliação pela CVM da possibilidade de manter essas hipóteses de dispensa do registro.

IV.1.2 MINUTA B

21. A MINUTA B tem cinco artigos, sendo os dois últimos dispositivos referentes às cláusulas de revogação e vigência. Além disso, apresenta um Anexo A que substitui o ANEXO 32-I da ICVM 480/2009, contendo nove artigos. Ela trata basicamente de alterar demais normas da CVM em função da MINUTA A. Assim, ela modifica a Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.
22. Da leitura da MINUTA B e em face da análise realizada da MINUTA A, compreende-se que os seguintes dispositivos da proposta podem gerar impactos anticompetitivos, levando-se em conta os efeitos mencionados no parágrafo 18:

- **Art. 1º** - O dispositivo dá nova redação ao **inciso XIV do §1º do art. 1º da ICVM 476/2009**, retirando a possibilidade de haver ofertas com esforços restritos para os programas BDRs de nível I e II. Entende-se que essa restrição **limita as opções dos investidores e reduz o espaço de concorrência entre os programas**. Neste sentido, sugere-se a manutenção da atual redação desse dispositivo.
- **Art. 1º** - Esse artigo também dá nova redação ao **art. 4º-A da ICVM 476/2009**, restringindo a emissor estrangeiro a possibilidade de realizar oferta pública com esforços restritos de BDRs. Da mesma forma e em face das mesmas razões mencionadas no item anterior, sugere-se manter a redação vigente desse dispositivo.
- **Art. 1º** – O dispositivo dá nova redação ao **inciso I do art. 13 da ICVM 476/2009**, excluindo os BDRs de nível I e II. Da mesma maneira e em face das mesmas razões mencionadas no item anterior, recomenda-se manter a atual redação desse dispositivo.
- **Art. 1º** - Esse artigo também dá nova redação ao **§2º do art. 17 da ICVM 476/2009**, excluindo os emissores de certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programas de BDRs patrocinados Nível I de não ser obrigado a cumprir as exigências previstas no *caput* do art. 17. Entende-se que essa restrição **limita as opções dos investidores e reduz o incentivo competitivo** do BDR Patrocinado Nível I. Neste sentido, sugere-se a manutenção da redação vigente desse dispositivo.

IV.2 Análise das melhorias regulatórias e da redução de custos dos negócios

23. No que diz respeito aos quesitos a serem avaliados para fins de análise de impacto concorrencial especificados no Anexo I da Instrução Normativa Seae nº 111, de 5 de novembro de 2020, [\[14\]](#) entende-se que as propostas de normas em análise impõem obrigações regulatórias, restrições/proibições e complexidade normativa que devem ser ponderadas à luz dos seguintes questionamentos:

IV.2.1 MINUTA A

a) Obrigações regulatórias

1.01 - Os custos para as empresas em consequência da obrigação regulatória são quantificados, e comparados com eventuais benefícios, de modo a não prejudicar a concorrência do setor, a atratividade de investimento, a inovação e nem prejudicar o ambiente de negócios para novos entrantes? O Edital de Audiência Pública SDM 03/2021 apresenta, entre outros pontos, a obrigação dos programas de BDRs nível III a serem objeto de oferta pública de distribuição, além de estipular que o rito da oferta seja somente o ordinário (art. 12, III, e art. 19 da MINUTA A). Cria novas e maiores exigências para os emissores estrangeiros, embora fixe outros dois mecanismos de acesso para os emissores ao mercado brasileiro caso eles não sejam listados em um “mercado reconhecido”. Ademais, impõe que os BDRs nível I sejam negociados apenas em mercados organizados. Mais ainda, obriga os programas BDRs nível I e II a serem apenas formas de um emissor estabelecer uma presença no mercado brasileiro, sem a possibilidade de captação de recursos por meio de ofertas com esforços restritos. Neste contexto, indaga-se se a introdução dessas obrigações não elevaria os custos das empresas envolvidas nos programas em patamar superior aos benefícios gerados por esses novos encargos, conforme alegados pelo Edital, podendo, assim, reduzir a concorrência e criar barreiras adicionais a novos entrantes.

b) Restrições e obrigações

3.04 - A restrição privilegiará determinados agentes econômicos em detrimento de outros? As restrições impostas pelos art. 3, caput; art. 6º, I; art. 5º, §3º; art. 6º, I e IV; art. 12, III; art. 16; e art. 19 podem eventualmente provocar distinções indesejáveis entre os diversos níveis de programas de BDRs ou reduzir o incentivo para o lançamento de certos níveis de programas, contribuindo, assim, para o desaquecimento ou perda de dinamismo de segmentos do mercado desses certificados. Além disso, as novas restrições/obrigações, de um lado, para caracterizar os emissores estrangeiros (art. 2º, IV, e art. 8º), inclusive quando se enquadrarem como entidades de investimento; e, de outro, que devem ser obedecidas pelas entidades depositárias (art. 21), podem criar assimetrias competitivas entre agentes desse mercado promissor de programas de BDRs.

c) Complexidade normativa

5.01 - A regulação é efetivamente simplificada, em linguagem acessível a qualquer pessoa de maneira isonômica? A regulação vigente dos programas de BDRs é bastante recente (ICVM 332/20) e a nova proposta (MINUTA A), em certa medida, altera seu conteúdo de maneira robusta. Em confrontação com o ato normativo vigente, há mudanças significativas na disposição e linguagem dos artigos contidos na minuta proposta, o que impede uma compreensão melhor do seu mérito e uma análise comparativa mais consistente entre a atual instrução e a MINUTA A. Talvez fosse melhor, na medida do possível, manter a estrutura e linguagem da ICVM 332/20 na MINUTA A. Ademais, poder-se-ia aguardar um tempo maior de vigência da atual regulação (dois anos), com vistas a se ter uma avaliação mais eficiente de suas fragilidades, para só então implementar as alterações hoje consideradas necessárias.

IV.2.2 MINUTA B

a) Obrigações regulatórias

1.01 - Os custos para as empresas em consequência da obrigação regulatória são quantificados, e comparados com eventuais benefícios, de modo a não prejudicar a concorrência do setor, a atratividade de investimento, a inovação e nem prejudicar o ambiente de negócios para novos entrantes? As exigências previstas no art. 8º do Anexo A da MINUTA B, também amparadas pelo art. 8º da MINUTA A, estabelecem, salvo melhor juízo, um custo adicional para os emissores enquadrados como entidades de investimento, podendo suplantar os eventuais benefícios apontados pelo Edital. Com efeito, essa assimetria de tratamento pode eventualmente causar redução concorrencial, perda de dinamismo desse mercado e prejuízo ao ambiente de negócios para novos entrantes.

24. As análises empreendidas nesta seção apresentam potenciais impactos e efeitos negativos sobre a concorrência, melhorias regulatórias e custo dos negócios que envolvem o mercado dos programas de BDRs. Essas avaliações pessimistas são reforçadas quando se verifica, segundo informações do mercado, [\[15\]](#) que a maioria esmagadora dos programas de BDRs negociados na B3 são do tipo I não patrocinado e que apenas seis programas patrocinados foram aprovados pela CVM. Tendo em vista que a nova proposta de regulação desestimula os programas não patrocinados (por exemplo, impede que eles sejam negociados em mercados não organizados) e aumenta as exigências regulatórias dos emissores enquadrados como entidades de investimento, teme-se pelo eventual arrefecimento desse mercado e, conseqüentemente, pela redução do espaço de acesso de investidores aos BDRs.

V - CONSIDERAÇÕES FINAIS

25. O presente parecer apresentou considerações sobre a documentação disponibilizada na Audiência Pública CVM/SDM 03/2021, dispondo acerca da regulamentação dos certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro em ações ou em valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior (BDRs).
26. Entende-se que essa iniciativa da CVM tem como objetivo nuclear o de modernizar as regras hoje vigentes para os programas BDRs. **Entretanto, aparenta haver uma certa precipitação na iniciativa de se discutir mudanças no atual marco regulatório, haja vista que, de um lado, ele foi recentemente modificado (Resolução CVM Nº 03, de 11 de agosto de 2020); e, de outro, a nova proposta regulatória pode ocasionalmente promover mudanças abruptas no mercado de BDRs, capazes de diminuir o apetite dos investidores por esses certificados e a oferta de novos programas. Ressalte-se, por oportuno, que a própria regulação das ofertas públicas – impactantes na nova regulamentação proposta para os programas de BDRs - é objeto de Audiência Pública recentemente encerrada (08 de julho de 2021).**
27. **Ademais, verifica-se um certo desequilíbrio de regras entre emissores e programas de BDRs, reduzindo-se a busca de isonomia e simplicidade regulatórias, pilares importantes para uma competição mais igual e mais justa. Identifica-se ainda eventuais desconformidades em alguns dispositivos das minutas da nova regulamentação com impactos concorrenciais e de melhorias regulatórias e de redução de custos dos negócios adversos, conforme descritas na seção IV deste parecer. Por fim, conforme ressaltado no item 14 deste parecer, entende-se que o pequeno número de casos informados no Edital não parecer ser razão suficiente para as mudanças sugeridas pela CVM.**
28. Ante o exposto, esta Secretaria considera que, no âmbito de suas competências e dado o teor da matéria em análise, cabem as recomendações para o aperfeiçoamento do mérito da proposta em tela, de acordo com os argumentos apresentados nas seções IV e V deste documento, tendo em vista as informações disponibilizadas até o presente momento. **Mais ainda, compreende-se que talvez a iniciativa seja, no presente momento, inconveniente e inoportuna.**

Brasília, 27 de julho de 2021.

ADELMAR DE MIRANDA TÔRRES

Chefe de Divisão de Inovação no Sistema Financeiro

AURÉLIO MARQUES CEPEDA FILHO

Coordenador-Geral de Concorrência no Sistema Financeiro - Substituto

De acordo.

ANDREY VILAS BOAS DE FREITAS

Subsecretário de Advocacia da Concorrência

De acordo.

GEANLUCA LORENZON

Secretário de Advocacia da Concorrência e Competitividade

- [1] Disponível em: < http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0321.html >. Acesso em: 25 jun. 2021.
- [2] Com redação dada pelo Decreto nº 10.072, de 18 de outubro de 2019.
- [3] LIMA, João Paulo de Medeiros. Análise da correlação entre as cotações dos Brazilian Depositary Receipts e das ações negociadas no exterior. Monografia de Graduação. Universidade de Brasília. 2013, p. 4.
- [4] GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho. Valores Mobiliários: conflitos e ausência de competência na tributação de suas operações e renda. 218 fl. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2014. p. 92.
- [5] RIBEIRO, João Eduardo et al. Impacto da introdução de market makers nas negociações das Brazilian Depositary Receipts. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, v. 18, p. 1-16, 2019. p. 3.
- [6] Ibidem.
- [7] GOTTSCHALK, Ricardo; SODRÉ, Cecília Azevedo. The Liberalization of Capital Outflows in Brazil, India and South Africa since the early 1990s. In: **Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries**. Ed. Philip Arestis and Luiz Fernando de Paula, 2008.
- [8] EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 03/21 DA CVM. 2021, p. 1. Disponível em: < http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0321.html >. Acesso em: 29 jun. 2021.
- [9] Ibidem.
- [10] Contidos nos processos 19957.005729/2020-53, 19957.005751/2020-01, 19957.006232/2020-52 e 19957.007302/2020-90.
- [11] < https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/notas-tecnicas-e-pareceres/advocacia-da-concorrencia/2015/parecer-79_2015.pdf >.
- [12] OCDE (2017). **Guia de Avaliação da Concorrência. Versão 3.0**. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/49418818.pdf>. Acesso em: 30/05/2021.
- [13] O art. 4º da ICVM 579, de 30 de agosto de 2016, considera alguns fundos de investimento como entidades de investimento, desde que cumulativamente atendam a alguns critérios.
- [14] Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-seae-n-111-de-5-de-novembro-de-2020-286706982>. Acesso em 17/05/2021.
- [15] *In verbis*: “Atualmente, praticamente todos os BDRs negociados na B3 estão incluídos em programas não patrocinados. ‘Temos um número grande de BDRs não patrocinados, de nível 1, e eles representam ações que são muito conhecidas. A B3 tem centenas de programas de BDRs dessas empresas, mas elas não vêm ao Brasil captar recursos’, disse Antonio Berwanger, Superintendente de Desenvolvimento de Mercado da CVM. Segundo ele, apenas seis programas patrocinados já foram aprovados pela CVM.” Disponível em: < <https://www.infomoney.com.br/mercados/cvm-lanca-audiencia-publica-sobre-novas-regras-para-bdrs/> >. Acesso em: 15 jul. 2021.





29/07/2021, às 17:47, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Andrey Vilas Boas de Freitas, Subsecretário de Advocacia da Concorrência**, em 29/07/2021, às 18:04, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Aurélio Marques Cepeda Filho, Coordenador(a)-Geral de Concorrência no Sistema Financeiro Substituto(a)**, em 29/07/2021, às 18:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Adelmar de Miranda Tórres, Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental**, em 29/07/2021, às 20:00, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.economia.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **17515392** e o código CRC **7BC0DD0C**.
