

**Interessado:** Telefónica S.A.

**Assunto:** Proposta de cancelamento de programa de BDR e de cancelamento de listagem como companhia aberta estrangeira

**Diretor-relator:** Alexsandro Broedel Lopes

### Relatório

1. Trata-se de proposta para cancelamento do Programa de BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*) e para o cancelamento de registro da Telefónica S.A. ("Telefónica"), como companhia aberta estrangeira.
2. Inicialmente, a Telefónica apresentou, em 11/12/2009, documentos relativos (i) aos processos de deslistagem das ações de emissão da Telefónica, concluídos na França e na Alemanha no ano de 2008; (ii) ao cancelamento do programa de *American Depositary Receipts* e deslistagem realizado pela Telefónica do Chile, S.A., nos Estados Unidos. Essa documentação teria por objetivo demonstrar que a proposta a ser oferecida pela Telefónica estaria em consonância com os processos já realizados em outros mercados.
3. Apresentou, também, material em que são expostos os precedentes e as razões para o pedido de deslistagem, no Brasil, e de cancelamento do programa de BDRs. Em síntese, afirmam que:
  - i. Os BDRs da Telefónica são negociados na BM&FBOVESPA S.A. ("BM&FBOVESPA") desde 2000, quando foi realizada a Oferta Pública de BDRs lastreados por ações ordinárias da Telefónica, que foram trocadas por acionistas ordinários e preferenciais da Telesp e da Tele Sudeste Celular;
  - ii. O número de BDRs da Telefónica em circulação no ano de 2000 girava em torno de 30 milhões. Atualmente, estão em circulação aproximadamente 2 milhões de BDRs [\[1\]](#);
  - iii. A média dos BDRs negociados na BM&FBOVESPA, de novembro de 2008 a outubro de 2009, representa 0,0011% da média diária dos negócios realizados com ações da Telefónica em todo mundo [\[2\]](#);
  - iv. Diante desse quadro, as razões para a deslistagem e o cancelamento do programa de BDRs são as seguintes:
    - a. Escassa negociação e baixa liquidez dos BDRs no mercado brasileiro;
    - b. Necessidade de uma estrutura específica para o cumprimento de obrigações regulatórias;
    - c. Ausência de operações diretas de emissão de dívida pela Telefónica no Brasil.
  - v. Para o cancelamento dos BDRs, seriam oferecidas ao investidor brasileiro duas opções:
    - a. Manutenção da sua posição em ações da Telefónica, negociáveis no Mercado Contínuo Espanhol;
    - b. Venda das ações no Mercado Contínuo Espanhol, através de um procedimento de *sale facility*, estruturado e realizado por conta da Telefónica – a venda ocorreria, também, caso o investidor não apresentasse manifestação sobre a opção preferida.
4. A Telefónica destacou, ainda, a ausência de regulação expressa sobre o cancelamento de BDRs, razão pela qual a proposta apresentada comportaria a adoção de procedimento diferenciado, que levasse em conta as especificidades do emissor. A corroborar essa idéia, cita o artigo 48, parágrafo único, da Instrução CVM nº 480/09, que dispõe o seguinte:

"Parágrafo único. O emissor estrangeiro que patrocine programa de certificados de depósito de ações – BDR Nível II ou Nível III e deseje cancelar seu registro de emissor deve submeter à aprovação prévia da CVM os procedimentos para descontinuidade do programa."
5. Após uma primeira análise, em 03/02/10, a Superintendente de Relações com Empresas ("SEP") encaminhou o processo à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE"), manifestando o entendimento de que não haveria óbice para o cancelamento de registro de companhias emissoras de certificados de depósitos de ações – BDR nível III – desde que atendidos os requisitos de recompra/resgate de valores mobiliários em circulação, cuja avaliação de cumprimento caberia à "SRE".
6. Em 09/02/10, a SRE preparou memorando, destacando que:
  - i. A Instrução CVM nº 332/00, em seu artigo 5º, parágrafo 3º, previa que *"somente será registrado o programa de BDRs que contiver previsão para a hipótese de descontinuidade do programa"*. Com o advento da Instrução CVM nº 431/06, o referido parágrafo passou a ser a seguinte: *"o registro do programa de BDR dependerá, ainda, do compromisso, pela instituição depositária ou emissora de BDRs, de observância dos procedimentos para a descontinuidade do programa que forem estabelecidos pela bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que for negociado"*;
  - ii. Na BM&FBOVESPA, todavia, não são estabelecidos procedimentos para a descontinuidade de BDRs [\[3\]](#), referidos na Instrução CVM nº 431/06;
  - iii. Atualmente, o procedimento de cancelamento de programa de BDR circunscreve-se ao parágrafo único do artigo 48 da Instrução CVM nº 480/09, mencionado pela requerente;
  - iv. Das oito emissões de BDR Nível III, realizadas após a publicação da Instrução CVM nº 332/00, cinco contêm previsão de Oferta Pública de Ações (OPA), como procedimento a ser adotado no caso de descontinuidade do programa; duas o compromisso previsto na Instrução CVM nº 431/06; e uma é omissa quanto a esse tema;

- v. No caso da Telefónica, o programa de BDR não apresenta regra de procedimento para o cancelamento, em linha com a regulação vigente à época da sua aprovação (Instrução CVM nº 255/96);
  - vi. Assim, considerando o disposto na atual Instrução CVM nº 480/09, a proposta da Telefónica necessita de aprovação da CVM para ser aplicada;
  - vii. Ressalta-se, no entanto, que a proposta apresentada mostra-se inferior, em termos de proteção ao investidor, quando comparada ao pedido de cancelamento de registro de companhia aberta, que indica a realização de OPA, o que, no caso, ganharia especial importância, considerando a magnitude do valor das BDRs da Telefónica em circulação, na ordem de cem milhões de Reais;
  - viii. Por outro lado, a ausência de maior proteção ao investidor é algo que, no caso, não infringe a regulação vigente. Ademais, o programa de BDR da Telefónica foi aceito pelos investidores, nos seus termos.
7. Em conclusão, a SRE manifestou-se favorável à proposta da Telefónica, submetendo-a à apreciação do Colegiado.
8. Após audiência particular, realizada em 14/04/10, a Telefónica apresentou, em 20/05/10, descrição detalhada da proposta de cancelamento dos BDRs e deslistagem da companhia, contendo (I) os procedimentos para o cancelamento e (II) o cronograma detalhado da operação, que são abaixo resumidos:

#### **I - Procedimentos para o cancelamento**

- i. Publicação, pela Telefónica, de Fato Relevante, comunicando sobre o cancelamento do programa de BDRs, bem como do conseqüente cancelamento do seu registro como companhia aberta perante a CVM. O Fato Relevante seria publicado após a aprovação do cancelamento pela CVM e pelo órgão societário competente da Telefónica, mencionando, em linhas gerais, as opções que serão dadas ao investidor brasileiro, a saber: a venda das ações, no Mercado Contínuo Espanhol, através de procedimento de *sale facility*, ou a manutenção da posição em ações da Telefónica, negociáveis no Mercado Contínuo Espanhol;
- ii. Emissão de notificações à BM&FBOVESPA e ao Banco Bradesco S.A. ("Bradesco"), informando sobre o cancelamento;
- iii. Assinatura de contrato de prestação de serviços entre Telefónica e Bradesco, específico para o cancelamento, no qual o Bradesco se obrigaria a:
  - a. Atender aos titulares de BDRs, no recebimento de suas manifestações acerca da opção pela venda ou manutenção das ações da Telefónica, no Mercado Contínuo Espanhol;
  - b. Consolidar a quantidade total de ações que serão objeto de venda e manutenção;
  - c. Enviar instrução ao Citibank espanhol (entidade custodiante das ações da Telefónica) para que contate uma corretora na Espanha que fique responsável pela venda das ações;
  - d. Receber os recursos totais decorrentes da venda das ações na Espanha e operacionalizar o cálculo que atribuirá o valor, em Reais, equivalente a cada BDR;
  - e. Realizar a distribuição/pagamento aos investidores, de acordo com a quantidade de BDRs que possuíam;
  - f. Com relação aos investidores que optarem pela manutenção das ações, instruir o Citibank espanhol "a entregar as ações às corretoras livremente escolhidas por eles";
  - g. Efetuar o cancelamento dos BDRs em nome dos seus titulares no Livro de Registro da Telefónica;
  - h. "Pelo período de três anos, dar manutenção e efetuar o pagamento do resultado da venda aos investidores que não possuírem seus cadastros atualizados perante o Bradesco ou outra instituição financeira ou àqueles que optaram comparecer pessoalmente para receber os recursos, sendo que não incidirá em nenhum período correção monetária sobre os valores pagos aos investidores".
- iv. Realização de acordo entre a Telefónica e uma corretora de valores na Espanha, pelo qual esta corretora seja contratada para realizar a venda das ações e repassar os recursos de tal venda ao Bradesco;
- v. Publicação de Aviso aos Detentores de BDRs, contendo as informações sobre os termos e condições do cancelamento, por edital, a ser feita, uma única vez, em jornal de grande circulação. O aviso estará disponível, também, nos *sites* da Telefónica, da CVM e da BM&FBOVESPA (doravante apenas "Aviso"). Do Aviso, constará, ainda:
  - a. Informações sobre os valores dos BDRs e das Ações, nos moldes de um edital de oferta pública, a saber: (i) preço médio ponderado de cotação dos BDRs na BM&FBOVESPA nos últimos 12 meses; (ii) preço médio ponderado de cotação das ações da Telefónica na Bolsa de Valores de Madri, nos últimos 12 meses; (iii) valor do patrimônio líquido por BDR; e (iv) valor do patrimônio líquido por ação da Telefónica;
  - b. Ressalva de que os preços informados não constituem garantia do preço de venda das ações da Telefónica, no procedimento de *sale facility*, razão pela qual não devem ser considerados como recomendação de venda ou manutenção de tais ações;
  - c. Declaração da Telefónica de que não emitiu outros valores mobiliários que estejam em circulação no Brasil e que, portanto, o cancelamento dos BDRs levará ao cancelamento do registro de companhia aberta da Telefónica na CVM;
  - d. Declaração de que todas as informações sobre a Telefónica estão disponíveis nos *sites* da CVM, da BM&FBOVESPA e da Telefónica;
  - e. Dados sobre o endereço e telefone de contato da Telefónica e do Bradesco, para obtenção de informações sobre a operação;
  - f. Divulgação do prazo de 30 dias corridos, para os detentores de BDRs se manifestarem sobre as opções de manutenção ou venda das ações da Telefónica, o que deverá ser feito mediante o preenchimento de formulário específico, o qual deverá ser entregue (i) em qualquer agência do Bradesco, no caso dos

detentores de BDRs registrados nos livros da Telefónica junto ao Bradesco; ou (ii) na BM&FBOVESPA, para os detentores de BDRs cujos títulos estejam custodiados na BM&BOVESPA, por algum agente de custódia;

- g. O formulário de manifestação preenchido e assinado pelo detentor de BDRs constituirá manifestação irrevogável e irretroatável do respectivo investidor. Uma vez recebido o formulário de manifestação, o Bradesco ou a BM&FBOVESPA, conforme o caso, bloqueará o respectivo saldo do titular dos BDRs até a data da venda das ações da Telefónica no Mercado Contínuo Espanhol ou até a data da entrega daquelas ações ao investidor, no caso de manutenção de sua condição em relação às ações da Telefónica negociáveis no Mercado Contínuo Espanhol.
- vi. Após a liquidação de venda das ações da Telefónica no Mercado Contínuo Espanhol, o Bradesco informará à CVM o resultado do procedimento de *sale facility*, quando se iniciará o prazo de 15 dias para a CVM se manifestar a respeito do cancelamento do registro de companhia aberta da Telefónica no Brasil, conforme procedimento aplicável às ofertas públicas para cancelamento de registro de companhias abertas (artigo 25 da Instrução CVM nº 361/02 e artigo 49, parágrafo 2º da Instrução CVM nº 480/09). Ato contínuo, a Telefónica comunicará, em fato relevante, a decisão da CVM sobre o cancelamento de seu registro, nos termos do artigo 51, da Instrução CVM nº 480/09;

## **II - Cronograma detalhado da operação**

### **II.1 – Venda das Ações da Telefónica no Mercado Contínuo Espanhol ( *sale facility* )**

- i. Decorrido o prazo de 30 dias corridos para a entrega do formulário contendo a opção do investidor pela venda das ações da Telefónica, via *sale facility*, o Bradesco deverá:
- Em dois dias úteis, consolidar as informações de todos os formulários entregues pelos investidores;
  - Cancelar a totalidade dos BDRs;
  - Em até três dias úteis, informar à Telefónica o número total de ações da Telefónica a serem vendidas no Mercado Contínuo Espanhol;
  - No quarto dia útil, até as 10:00 horas (horário de Brasília – DF), enviar ao Citibank espanhol instrução para que entregue, no mesmo dia, à corretora espanhola, a totalidade das ações da Telefónica que serão objeto de venda, no Mercado Contínuo Espanhol;
- ii. A venda, pela corretora espanhola, deverá ser realizada em regime de melhores esforços, sendo que, dependendo da quantidade de ações da Telefónica a serem alienadas, a venda poderá ocorrer em um ou mais dias. O preço da venda de cada ação da Telefónica a ser entregue corresponderá à média do preço da venda das ações;
- iii. Realizada a venda das ações da Telefónica, será publicado novo aviso aos detentores de BDRs – nos mesmos locais de divulgação do Aviso informativo dos termos de condições do cancelamento – informando o montante total de ações da Telefónica vendidas; os preços em Euros e Reais por BDR; a data de pagamento aos investidores; além de "outras informações relevantes sobre a venda das Ações";
- iv. Conforme prática do mercado espanhol, os recursos obtidos com a venda das ações da Telefónica serão recebidos, em Euros, pela corretora espanhola, três dias úteis a após a data da alienação;
- v. O Bradesco receberá os recursos em um dia útil após o recebimento, pela corretora espanhola, dos valores relativos à venda das ações, quando realizará a conversão de tais valores em Reais, considerando a taxa de câmbio de mercado do dia do recebimento dos recursos. O contrato de câmbio referente a essa remessa de recursos da Espanha ao Brasil será firmado pela Telefónica, que arcará com os custos de tal contrato;
- vi. Será, então, publicado aviso aos detentores de BDRs, comunicando o resultado da venda das ações e a data para o pagamento respectivo;
- vii. O Bradesco repassará os recursos aos detentores dos BDRs no terceiro dia útil seguinte ao recebimento dos recursos, nas seguintes modalidades:
- Mediante crédito em conta corrente ou de poupança mantida junto ao Bradesco, conforme indicado pelo detentor dos BDRs;
  - Mediante remessa de DOC (documento de crédito) para crédito em conta corrente que o detentor de BDRs mantenha junto a outra instituição financeira, que não o Bradesco, conforme indicado pelo detentor dos BDRs. Nesse caso, o valor do DOC será arcado pela Telefónica;
  - Quando o detentor dos BDRs não possuir conta bancária no Brasil, a entrega dos recursos se fará mediante seu comparecimento a qualquer agência do Bradesco, munido de seu RG e CPF;
  - Para os titulares de BDRs cujas posições estavam depositadas na custódia da BM&FBOVESPA, o Bradesco enviará o total dos recursos à BM&FBOVESPA, para que sejam distribuídos aos respectivos titulares.
- viii. O Bradesco não realizará a remessa ao exterior dos recursos relativos à venda das ações da Telefónica. Outrossim, tais recursos não serão acrescidos de correção monetária;
- ix. Caso o detentor de BDRs não tenha o seu cadastro atualizado, deverá procurar o Bradesco ou a BM&FBOVESPA para efetuar a atualização;
- x. O investidor que não tiver o seu cadastro atualizado perante o Bradesco ou a BM&FBOVESPA ou deixar de comparecer pessoalmente para o recebimento dos valores devidos, quando o caso, terá seus recursos mantidos no Bradesco, em conta de contabilização em nome da Telefónica, durante o período de três anos, quando os valores, se não reclamados, "retornarão à Telefónica";
- xi. Com relação aos aspectos tributários, a conversão dos BDRs em ações da Telefónica não implicará custos tributários para os

investidores, pois o evento não seria objeto de tributação pelo Imposto de Renda da Pessoa Física ou Jurídica ("IRPF" e "IRPJ"), tampouco pela Contribuição Social sobre o Lucro Líquido ("CSLL"). Já a alienação das ações da Telefónica no Mercado Contínuo Espanhol estará sujeita à mesma tributação incidente nas alienações de ações em bolsa no Brasil, tanto para pessoas físicas (tributação pelo IRPF, na alíquota de 15%) e jurídicas (cômputo do ganho base de cálculo do IRPJ e da CSLL). Sobre o valor dos recursos ingressados no Brasil, incidirá, ainda, o Imposto sobre Operações de Câmbio ("IOF/Câmbio"), na alíquota de 0,38%, o que será deduzido dos recursos a serem entregues aos investidores no Brasil, cabendo-lhes, apenas, apurar e recolher os demais tributos citados (IRPF, IRPJ e CSLL);

- xii. Todos os demais custos decorrentes da vendas das ações da Telefónica no Mercado Contínuo Espanhol serão por ela suportados (corretagem, emolumentos e taxas do Mercado Contínuo).

## **II.2 – Manutenção da posição em ações da Telefónica negociáveis no Mercado Contínuo Espanhol**

- i. Durante o período de 30 dias contados da publicação do Aviso aos detentores do BDR, os investidores que optarem pela manutenção da sua posição de ações da Telefónica, no Mercado Contínuo Espanhol, serão atendidos nas Agências do Bradesco – caso mantenham sua posição registrada nos livros da Telefónica junto ao Bradesco – ou na BM&FBOVESPA – caso o investidor tenha o DBR depositado em custódia por algum agente de custódia da BM&FBOVESPA;
- ii. Decorrido o prazo de 30 dias corridos, o Bradesco, no prazo máximo de cinco dias, instruirá o Citibank espanhol para que transfira as ações da Telefónica para a(s) corretora(s) livremente escolhida(s) por eles;
- iii. Nesse sentido, o investidor que manifestar a vontade de manter a sua posição em ações negociáveis no Mercado Contínuo Espanhol deverá contatar instituição financeira no Brasil e/ou providenciar a abertura de conta corrente em instituição financeira na Espanha, bem como de conta de custódia junto a uma corretora espanhola. O Aviso conterá informações acerca de um banco no Brasil, com correspondente na Espanha, que poderá prestar serviços de custódia e pagamento de proventos para investidores brasileiros que optarem pela manutenção das ações;
- iv. O Investidor deverá se informar junto à instituição financeira de sua escolha acerca dos documentos, custos envolvidos e serviços a serem prestados, sobre os quais a Telefónica não assumirá qualquer responsabilidade. Ademais, os custos de abertura de conta corrente e conta de valores na Espanha deverão ser suportados pelo investidor que optar pela manutenção da posição em ações da Telefónica;
- v. O procedimento de abertura de contas pelo investidor deverá estar concluído até a data do período para manifestação dos detentores de BDRs;
- vi. Após o cancelamento, os investidores brasileiros que permanecerem como acionistas da Telefónica receberão dividendos e quaisquer outras distribuições por meio da instituição por eles contratada, a qual transferirá os recursos para a conta indicada pelo investidor no Brasil, através de contrato de câmbio a ser celebrado pelo referido investidor;
- vii. Sobre os aspectos tributários da manutenção das ações, os acionistas estarão sujeitos ao mesmo tratamento tributável aplicável aos dividendos pagos pelos BDRs, incluindo o IOF/Câmbio, na alíquota de 0,38% incidente sobre os valores repatriados, o que deverá ser recolhido diretamente pelo investidor;
- viii. Seria, no entanto, possível que o investidor se beneficie do Tratado para Evitar a Dupla Tributação, celebrado entre Brasil e Espanha (e promulgado pelo Decreto nº 76.975, de 5 de janeiro de 1976), que prevê a isenção do IRPF e IRPJ, no Brasil, sobre o pagamento dos dividendos;
- ix. Por outro lado, caso o investidor opte pela manutenção das ações da Telefónica, deverá declarar esse investimento em sua declaração anual de renda. Caso o valor do investimento seja superior a R\$ 100.000,00, deverá declarar esse investimento, também, ao Banco Central do Brasil, no censo anual realizado entre março e maio de cada ano;
- x. As informações sobre a tributação e os riscos a ela associados constarão do Aviso aos detentores de BDRs.
9. Em conclusão, a Telefónica reitera o entendimento de que a Instrução CVM nº 480/09, em seu artigo 48, parágrafo único, confirma que o cancelamento requerido não se encontra regulado expressamente nas normas vigentes e, por isso, comportaria a adoção de procedimento diferenciado, que leve em conta as especificidades do emissor. Ao final, requer o deferimento do procedimento proposto, para descontinuidade do seu programa de BDRs, com o conseqüente cancelamento de seu registro como companhia aberta no Brasil.
10. Em 12/08/10, a Procuradoria Federal Especializada (PFE) encaminhou suas considerações sobre a proposta de cancelamento dos BDRs da Telefónica, conforme abaixo se resume:
- i. Inicialmente, a emissora de BDRs deverá, sempre, observar as informações prestadas no prospecto, em relação ao cancelamento do seu registro e ao encerramento do programa;
- ii. Quanto à proposta apresentada, não haveria embasamento legal para a previsão de alienação forçada dos títulos, no caso de ausência de manifestação dos detentores de BDRs, durante o prazo convencionado. Isso porque se trata de um título de propriedade de participação societária, a qual não se extingue, exceto se houver previsão legal para tanto;
- iii. Por outro lado, em tese, pode ser considerado o cancelamento do registro de companhia aberta da emissora, com o desfazimento do programa de BDR, como equivalente ao fechamento do capital da companhia para o mercado brasileiro. Nesse sentido, seria possível cogitar a necessidade de realização, pela Companhia, de oferta pública de aquisição dos títulos para o cancelamento do registro, em analogia ao que ocorre com o fechamento do capital e a possível aquisição de ações;
- iv. O parágrafo único do artigo 48 da Instrução CVM nº 480, ao prever que a CVM deve aprovar os procedimentos para a descontinuidade do programa de BDR, não afasta o disposto no artigo 50, subseqüente, que prevê a realização de oferta pública de ações, no caso de cancelamento de registro [\[4\]](#);
- v. Conclui-se que, apesar da inexistência de previsão legal ou regulamentar para a exigência de oferta pública de aquisição dos BDRs quando do procedimento de cancelamento do programa, o Colegiado, conforme o caso, poderá determinar a realização da referida oferta pública, caso o tema não seja tratado no prospecto inicialmente apresentado ou, ainda, caso essa seja a medida que melhor

proteja o interesse dos poupadores populares.

11. É o relatório.

### Voto

1. Não restam dúvidas de que, atualmente, a regra vigente para pedidos de cancelamento de programa de BDR é aquela expressamente prevista no parágrafo único do artigo 48 da Instrução CVM nº 480/09, que prevê a submissão dos procedimentos para descontinuidade do programa à prévia aprovação da CVM.
2. A SRE manifestou-se favoravelmente à aprovação da proposta apresentada pela Telefónica. A PFE, por seu turno, ao avaliar a referida proposta, realizou ponderações acerca da possibilidade de, conforme o caso, ser determinada a realização de Oferta Pública de Ações, em razão do cancelamento dos BDRs. A PFE questionou, ademais, a legalidade do procedimento de alienação automática das ações da Telefónica, no caso de ausência de manifestação dos detentores dos BDRs sobre as alternativas que lhes serão oferecidas.
3. As questões jurídicas aventadas pela PFE são, de fato, relevantes. Antes, porém, iniciarei com ponderações de cunho não jurídico, acerca do interesse do investidor local sobre os BDRs da Telefónica, bem como da liquidez da ação da Telefónica no mercado espanhol. São fatores importantes, que, em razão das circunstâncias que cercam o pedido, delineiam a posição final desse voto e, também, permitem o aprimoramento do debate, para a definição de *standards* a serem considerados em futuras solicitações dessa natureza.

#### I - Características do BDR da Telefónica e a liquidez do seu ativo subjacente

4. Como se sabe, os BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*) permitem ao investidor nacional o investimento e negociação de certificados de depósito com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior.
  5. Os BDRs se apresentam como uma alternativa para o investidor nacional, ao permitir o investimento em empresas estrangeiras sem a necessidade da realização de operações de câmbio, transferência de recursos para o exterior e, ainda, da manutenção de contas de custódia no exterior. Os BDRs permitem, também, o recebimento dos proventos distribuídos pela Companhia Estrangeira em moeda local.
  6. Enfim, os BDRs possibilitam ao investidor nacional a diversificação dos investimentos, com a aplicação, inclusive, em setores que não possuem representatividade no mercado nacional (característico por sua concentração no mercado de *commodities*).
  7. Dessa forma, com o cancelamento do programa de BDRs em análise, o investidor que, doravante, pretenda investir diretamente na Telefónica – empresa com sede Espanha – não mais poderá usufruir das facilidades acima citadas, devendo arcar com os ônus inerentes à realização de negócios diretamente na Bolsa espanhola.
  8. Considerando que (i) não há, no prospecto de oferta pública dos BDRs da Telefónica, previsão clara acerca do cancelamento do programa; e que (ii) a presente proposta não prevê o pagamento direto de valores em numerário aos investidores, a análise do pedido de cancelamento do registro de BDRs da Telefónica levará inicialmente em consideração as suas características no mercado nacional, com foco, em especial, no interesse do investidor local por esse investimento.
  9. Nessa análise, serão observados uma série de fatores, tais como, (i) o número de detentores de BDRs; (ii) a dispersão desses BDRs entre os investidores; (iii) a magnitude do valor dos BDRs em circulação (este destacado pela área técnica como sendo um fator relevante para a análise do pedido do cancelamento, conforme memorando de 09/02/10); e (iv) a liquidez dos BDRs negociáveis no mercado local.
  10. Com relação ao número de detentores de BDRs da Telefónica e a sua dispersão, é preciso ter em mente o fato de que tais BDRs, como visto, se originaram de processo que envolveu a troca por antigas ações da Telesp e da Tele Sudeste Celular.
  11. Em razão desse processo de troca, a atual base de detentores de BDRs é reflexo direto da antiga base de acionistas das companhias de telefonia citadas. Da mesma forma, a dispersão da base de detentores dos BDRs é, também, proporcional à dispersão verificada para a antiga base acionária da Telesp e Tele Sudeste Celular.
  12. Essas características dos BDRs da Telefónica, peculiares à sua própria criação, fazem com que o "número de detentores" e a "dispersão" não sejam fatores que trazem evidências claras sobre o interesse específico do investidor nacional em investir na Telefónica espanhola, já que, de fato, muitos detêm os BDRs por conta de investimentos passados, em empresas de telefonia nacionais.
13. A magnitude dos BDRs em circulação não se mostra, tampouco, um fator preciso para se apurar o interesse dos investidores. Esse fator, além de também possuir relação com os antigos investimentos dos investidores em empresas de telefonia locais, altera-se, substancialmente, no tempo, em razão de oscilações inerentes a todo mercado – e não necessariamente em razão de alteração no interesse dos investidores. A título de ilustração, desde a avaliação feita pela área técnica, até o presente momento, o valor do total de BDRs da Telefónica retraiu-se em cerca de 20%<sup>[5]</sup>.
14. Diante desse quadro, entendo que a liquidez dos BDRs da Telefónica é fator que permite uma apreciação razoável do interesse do investidor pelos referidos BDRs. É, ademais, um fator de fácil verificação.
  15. Sobre a liquidez, no período de um ano, compreendido entre julho de 2009 a junho de 2010, foram realizados 954 negócios com os BDRs da Telefónica, sendo 269 negócios no lote-padrão e 685 no Mercado Fracionário, conforme dados publicados no *site* da BM&FBOVESPA <sup>[6]</sup>. Esses números significam que a participação da empresa, em números de negócios, no seu setor, foi de apenas 0,05%, no período.
  16. Com os negócios citados, os BDRs da Telefónica movimentaram um total de R\$ 3.605.159,33, o que representa, em volume, uma participação de 0,01% da empresa no setor, no período avaliado (julho de 2009 a junho de 2010).
  17. Em comparação, no período de julho de 2000 a junho de 2001 (que compreende o primeiro ano de negociação), os BDRs da Telefónica movimentaram um volume de

R\$ 2.664.149.087,28, o que representou, na época, uma participação de 8,09% do volume negociado em todo o setor de telecomunicações. Entretanto, esse volume foi movimentado com a realização de apenas 13.942 negócios, equivalente a 0,70% dos total de negócios realizados no setor, durante aquele mesmo período [\[7\]](#).

18. Essa breve análise permite concluir que os BDRs da Telefónica, no início da sua negociação em Bolsa, no ano de 2000, já apresentavam baixa liquidez, a despeito do elevado volume verificado no primeiro ano de negócios dos BDRs. Isso indica, claramente, que os negócios se concentraram nas mãos de grandes investidores.
19. No decorrer do tempo, até mesmo esses investidores, que inicialmente movimentaram elevadas quantias, deixaram de negociar com os BDRs da Telefónica. A procura e, conseqüentemente, o interesse pelos BDRs diminuiu drasticamente ao longo dos anos, juntamente com a queda na liquidez.
20. Essa falta de interesse do investidor local é um fator importante, num primeiro momento, para justificar o pedido de cancelamento do programa de BDRs ora proposto. Embora não possa ser considerado um requisito, em qualquer caso, vale mencionar que esse é um dos mais recentes parâmetros estabelecidos pela *Securities and Exchange Commission*, pelos quais a falta de interesse do investidor local, medido pela análise da liquidez, é fator condicionante para pedido de cancelamento de registro de determinada classe de *equity* emitida por companhia estrangeira [\[8\]](#).
21. Feita essa primeira avaliação, sobre o interesse do investidor local, mostra-se relevante apreciar a liquidez do ativo subjacente ao BDR, em seu mercado de origem.
  22. Conforme dados coletados na instrução do presente processo, as ações da Telefónica possuem elevada liquidez no Mercado Contínuo Espanhol. De fato, além de compor o índice "IBEX35", que contém as 35 ações mais líquidas do Mercado Contínuo Espanhol, 91,85% do volume de negociação global das ações da Telefónica corresponde aos negócios realizados na Espanha (sendo que os valores mobiliários de sua emissão são negociados, também, na Argentina, Peru, Inglaterra, Estados Unidos da América, Tóquio e Brasil).
  23. Assim, caso o atual detentor de BDR opte por manter a sua respectiva posição em ações da Telefónica, na Espanha, não sofrerá com problemas de liquidez naquele mercado.
  24. Com efeito, se a situação fosse diferente, ou seja, se não houvesse liquidez para o ativo subjacente ao BDR no seu mercado de origem, o cancelamento acarretaria um sério agravante para o atual detentor de BDRs, que, além de perder as facilidades de negociação no mercado local, teria, ainda, que arcar com a dificuldade de negociar com um ativo de baixa liquidez, no exterior.
25. Por essa razão, sob a ótica de proteção ao investidor, a falta de liquidez no mercado de origem pode se mostrar como uma forte razão, em propostas de cancelamento como esta, para que se procure uma forma alternativa de encerramento do programa [\[9\]](#), sob pena de indeferimento da proposta.
  26. Pelo exposto até o momento, conclui-se que a análise concomitante (i) da liquidez local e, conforme o caso, de outros fatores que indiquem o interesse do investidor nacional sobre os BDRs; e (ii) da liquidez do ativo subjacente ao BDR, no seu mercado de origem, são fatores que merecem consideração na análise de pedidos de cancelamento de programas de BDR.
  27. Os fatores apontados (tal como liquidez e interesse do investidor) tomam relevância maior nesse caso, na medida em que não se verifica no prospecto de emissão dos BDRs da Telefónica previsão para o procedimento cancelamento do programa, ou seja, não existe um pacto prévio entre emissor e investidores a esse respeito. Outrossim, a proposta não envolve o pagamento de valores em numerário aos atuais detentores de BDRs, mas a entrega das ações subjacentes ou a venda destas, no mercado contínuo espanhol. Para os casos em que se verifique situação diversa, os fatores aqui considerados poderão ficar em segundo plano.
  28. Portanto, feita essa análise inicial, parece-me que a Telefónica encontra-se em situação que permite, em linhas gerais, o deferimento do cancelamento proposto. Passo, então, a avaliar as especificidades da proposta apresentada, com foco, em primeiro lugar, nas questões jurídicas apontadas pela PFE.

## **II.a - Necessidade da realização de OPA**

29. Como relatado, a PFE entendeu ser possível cogitar a necessidade de realização de OPA, pela Companhia, em analogia com o que ocorre nos casos de fechamento de capital. Nesse aspecto, o artigo 50, da Instrução CVM nº 480/09, que menciona a OPA para cancelamento de registro, poderia ser aplicável ao caso, cabendo ao Colegiado determinar ou não a realização de OPA, conforme a análise da proposta apresentada.
30. Sobre esse ponto, observo que o artigo 50 da Instrução CVM nº 480/09 refere-se à hipótese de OPA por cancelamento de registro de companhia aberta [\[10\]](#), previsto no artigo 4º, parágrafo 4º, da Lei 6.404/76 [\[11\]](#). Sucede que, nos programas de BDRs, a companhia aberta não se confunde com o emissor dos valores mobiliários. No caso, o emissor dos BDRs da Telefónica é o Banco Bradesco, na qualidade de Instituição Depositária dos BDRs.
  31. Não obstante, entendo que o parágrafo único do artigo 48, ao prever a submissão dos procedimentos para descontinuidade de programas de BDR ao crivo da CVM, não impõe qualquer restrição a tais procedimentos. Vale dizer, conforme o caso, poderá ser proposta a realização de OPA tanto pelo emissor dos BDRs quanto pela Companhia emissora dos ativos subjacentes.
  32. Pois bem, no presente caso, a despeito da proposta feita não conter a previsão de realização de OPA, entendo que alguns princípios vigentes para as ofertas públicas podem e devem ser observados. Nesse sentido, parece razoável exigir que a proposta seja dirigida indistintamente aos detentores dos BDRs. Além disso, a proposta deve assegurar o tratamento equitativo aos destinatários, dando-lhes vasta informação sobre os elementos necessários para a tomada da decisão sobre os termos do cancelamento.



33. Ao que consta, a proposta da Telefónica, da maneira em que foi formulada, incorpora esses princípios aplicáveis para as ofertas públicas, em geral, razão pela qual merece ser apreciada, em seus termos.

#### **II.b - Alienação forçada das ações da Telefónica caso não haja manifestação do detentor do BDRs**

34. Como visto, a Telefónica propõe duas alternativas aos atuais detentores de BDR, quais sejam, (i) a manutenção da sua posição em ações da Telefónica, negociáveis no Mercado Contínuo Espanhol; e (ii) a venda das ações no Mercado Contínuo Espanhol, através de um procedimento de *sale facility*.
35. Conforme a proposta, os detentores de BDRs que, por qualquer motivo, não se manifestarem expressamente, no prazo hábil, sobre a opção preferida, "terão suas ações vendidas no Mercado Contínuo Espanhol, através do procedimento de *sale facility*" (item 2.1.1. da minuta do Aviso aos detentores de BDRs).
36. Como visto, o cancelamento dos BDRs fará com que os seus atuais detentores passem a ser acionistas da Telefónica, na Espanha. Consequentemente, após a completa conversão dos BDRs em ações da Telefónica, toda e qualquer operação com as ações da Telefónica deverá ser realizada em atenção às regras vigentes para o mercado espanhol.
37. Sobre esse tocante, concordo com a seguinte passagem do parecer proferido pela PFE:

"considerando-se que o investidor que adquiriu os referidos títulos no mercado brasileiro de valores mobiliários terá seu investimento convertido, independentemente de sua vontade, em investimento no mercado de valores mobiliários espanhol, é mister asseverar que tal informação deve ficar devidamente esclarecida".

38. Por essa razão, entendo que a Telefónica deverá ampliar a divulgação do cancelamento e buscar, com máximos esforços, obter a manifestação expressa da esmagadora maioria dos detentores dos BDRs, acerca das alternativas que lhes serão oferecidas.
39. Nesse contexto, entendo que a Publicação do Aviso aos Detentores de BDRs, contendo as informações sobre os termos e condições do cancelamento, deve ser feita por duas ocasiões, dentro de um intervalo de três meses entre uma publicação e outra. Assim, os procedimentos para o cancelamento seriam realizados duas vezes, em momentos distintos, dando-se vasta oportunidade para os detentores de BDRs se manifestarem sobre as alternativas oferecidas.
40. Nos Avisos aos Detentores, dever-se-á, ainda, dar amplo destaque à informação de que a ausência de manifestação do detentor de BDRs, nos prazos estipulados, implicará a alienação das respectivas ações da Telefónica no mercado espanhol – lembrando que essa alienação compulsória só poderá ser realizada caso seja permitida pelo direito espanhol.
41. Ademais, a Telefónica deverá submeter a redação dos Avisos previamente à análise da SRE, que verificará o atendimento das exigências ora formuladas.
42. Por fim, se entender pertinente, a Telefónica poderá tomar providências adicionais para colher a manifestação dos investidores. Nesse ponto, friso, novamente, que a situação requer máximos esforços para a ampla divulgação do cancelamento e de suas condições aos investidores.

#### **II.c – Demais pontos da proposta da Telefónica**

43. Afóra as questões acima levantadas, a maioria dos pontos da proposta apresentada pela Telefónica não trazem implicações relevantes, de cunho jurídico ou econômico. Faço ressalvas apenas para três pontos.
44. O primeiro ponto, que chama a atenção na proposta, é a previsão de que o investidor que não tiver o seu cadastro atualizado perante o Bradesco ou a BM&FBOVESPA, ou deixar de comparecer pessoalmente para o recebimento dos valores devidos, terá seus recursos mantidos no Bradesco, em conta de contabilização, durante o período de três anos, quando os valores não reclamados "retornarão à Telefónica".
45. Esse assunto, de apropriação de valores em numerário, quando não reclamados, é tema eminentemente de Direito Civil, não tendo relação direta com o arcabouço regulatório vigente para o Mercado de Capitais. De todo modo, em uma análise superficial, o Código Civil prevê o prazo prescricional de cinco anos para a "pretensão de cobrança de dívidas líquidas constantes de instrumento público ou particular"<sup>[12]</sup>. Assim, o prazo de três anos não parece ser o bastante para que a Telefónica trate os valores não reclamados como seu, pois, aparentemente, haverá espaço para a propositura de uma ação judicial, pelo antigo detentor de BDRs, para reclamar os valores não recebidos. Ademais, é sempre possível promover a consignação, judicial ou extrajudicial, dos valores não reclamados, o que garantiria, à Telefónica e ao Bradesco, a plena quitação, mesmo que não haja manifestação daquele que tem direito aos valores.
46. O segundo ponto relaciona-se ao fato de que a proposta de cancelamento de BDRs está vinculada à participação de terceiros, a saber: (i) do Bradesco, que deverá assinar contrato de prestação de serviços com a Telefónica, específico para o cancelamento; (ii) de uma corretora de valores na Espanha, que realizará a venda das ações e o repasse de recursos ao Bradesco; e (iii) do Citibank espanhol, que, na qualidade de entidade custodiante das ações da Telefónica, cuidará da escolha daquela corretora espanhola. Nesse sentido, a Telefónica deverá firmar os contratos e os acordos necessários para garantir a participação desses terceiros nas operações inerentes ao cancelamento dos BDRs, como condição para a aprovação da proposta apresentada.
47. O terceiro ponto refere-se à publicação, no Aviso aos Detentores de BDRs, dos dados relativos ao (i) preço médio ponderado de cotação dos BDRs na BM&FBOVESPA nos últimos 12 meses; e (ii) preço médio ponderado de cotação das ações da Telefónica na Bolsa de Valores de Madri, nos últimos 12 meses. Entendo, aqui, que a Telefónica deverá publicar, também, os preços médios ponderados dos BDRs e das ações da Telefónica relativos ao último mês de negociação anterior aos Avisos, a fim de informar ao investidor os preços mais recentemente praticados.

#### **III – Conclusão**

48. Como visto, entendo que a proposta da Telefónica e, em especial, a previsão de *sale facility*, mostra-se adequada para dar amparo aos atuais detentores de BDRs, considerando o baixo interesse dos investidores por esses BDRs e a alta liquidez das ações subjacentes, no mercado contínuo espanhol.
49. Considerando, no entanto, as conseqüências do cancelamento, será necessária a publicação do Aviso aos Detentores de BDRs, contendo as informações sobre os termos e condições do cancelamento, por duas ocasiões, dentro de um intervalo de três meses entre uma publicação e

outra. Nos Avisos aos Detentores deverá ser dado amplo destaque à informação de que a ausência de manifestação do detentor de BDRs, nos prazos estipulados, implicará a alienação das ações da Telefónica no Mercado Contínuo Espanhol (o que, como dito, só poderá ocorrer se permitido pelo direito espanhol).

50. Por outro lado, como condição para a presente autorização, a Telefónica deverá firmar os contratos e os acordos necessários para garantir a participação dos terceiros que estarão envolvidos nas operações inerentes ao cancelamento dos BDRs.
51. Por fim, nos Avisos aos Detentores de BDRs, a Telefónica deverá divulgar, adicionalmente, (i) o preço médio ponderado de cotação dos BDRs na BM&FBOVESPA; e (ii) o preço médio ponderado de cotação das ações da Telefónica na Bolsa de Valores de Madri, relativos ao último mês de negociação, anteriores a cada Aviso publicado.
52. Ressalte-se, por oportuno, que todas as condições estabelecidas neste voto, se acolhidas pelo Colegiado, incidirão exclusivamente ao presente caso concreto, servindo apenas como referência para outros eventuais pleitos semelhantes. Isso porque, como visto, não se encontra em vigor norma desta autarquia que trate, em detalhes, da descontinuidade de programas de BDRs.
53. Pelo exposto, voto pela aprovação da proposta apresentada pela Telefónica, condicionada às alterações e providências comandadas no presente voto.
- 54.** Em tempo, solicito à SMI que procure esclarecimentos com a BM&FBOVESPA sobre a ausência de previsão, em seus regulamentos, de procedimentos para a descontinuidade de programas de BDRs, conforme previsão do parágrafo 3º, do artigo 5º, da Instrução CVM nº 332/00, com as alterações trazidas pela Instrução CVM nº 431/06 [\[13\]](#).

Rio de Janeiro, 05 de outubro de 2010.

Alexsandro Broedel Lopes

Diretor-relator

[\[1\]](#)Cada BDR corresponde a uma ação de emissão da Telefónica.

[\[2\]](#)Para efeito de comparação, a média diária de negócios realizados na Bolsa de Madri representa 94,95%.

[\[3\]](#)Do regulamento de registro de emissores e de valores mobiliários da BM&FBOVESPA, consta, apenas, o seguinte:

"Artigo 4º - A BM&FBOVESPA cancelará a autorização para negociação dos BDR's nas seguintes situações:

- a. – quando a Comissão de Valores Mobiliários cancelar a autorização que concedeu;  
b. – quando a instituição depositária ou a companhia deixar de cumprir os dispositivos legais e regulamentares aplicáveis."

[\[4\]](#)"Art. 50. O emissor pode solicitar o cancelamento de seu registro na categoria A, a qualquer momento, por meio de pedido encaminhado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE.

§ 1º O pedido de que trata o caput deve ser instruído com os documentos que comprovem o atendimento aos arts. 47 e 48.

§ 2º O pedido de que trata o caput pode ser feito concomitantemente com o pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro.

§ 3º A SRE tem 15 (quinze) dias úteis para a verificação de atendimento dos requisitos estabelecidos nos arts. 47 e 48, a contar da data do protocolo de todos os documentos necessários à comprovação do cumprimento do disposto nos arts. 47 e 48 ou do recebimento dos demonstrativos sobre o leilão de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro emitidos pela entidade administradora do mercado no qual o leilão foi realizado, conforme seja o caso.

§ 4º O prazo de que trata § 3º pode ser interrompido uma única vez, caso a SRE solicite ao requerente informações ou documentos adicionais, passando a fluir novo prazo a partir do cumprimento das exigências.

§ 5º O requerente tem 30 (trinta) dias úteis para cumprir as exigências formuladas pela SRE.

§ 6º Dentro do prazo estabelecido no § 3º, a SRE encaminhará à SEP o pedido de cancelamento de registro, manifestando-se sobre o atendimento dos requisitos estabelecidos nos arts. 47 e 48.

§ 7º A SEP tem 15 (quinze) dias úteis, contados do encerramento do prazo estabelecido no § 3º, para deferir ou indeferir o pedido de cancelamento.

§ 8º A ausência de manifestação da SEP no prazo mencionado no § 7º implica deferimento automático do pedido de cancelamento do registro do emissor.

§ 9º A inobservância do prazo mencionado no § 5º implica indeferimento automático do pedido de cancelamento."

[\[5\]](#)Em janeiro de 2010, os BDRs chegaram a ser negociados ao preço de R\$ 48,00, o que multiplicado pelo número total de BDRs em circulação (1.983.848), somava o montante de R\$ 95.224.704,00 – ou aproximadamente cem milhões de reais. Em 30 de julho de 2010, com os BDRs negociados a R\$ 39,40, o valor total de BDRs em circulação retraiu para R\$ 78.163.611,20.

Dados obtidos do *site* da BM&FBOVESPA, em <http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=80004&idioma=pt-br>, em 30/07/10.

[\[6\]](#)Extraído do *s i t e* da BM&FBOVESPA, em [http://www.bmfbovespa.com.br/sig/FormConsultaNegociacoes.asp?strTipoResumo=RES\\_NEGOCIACOES&strSocEmissora=TEFC&strDtReferencia=06/2010&strIdioma=P&intCodNivel=1&intCodCtrl=100](http://www.bmfbovespa.com.br/sig/FormConsultaNegociacoes.asp?strTipoResumo=RES_NEGOCIACOES&strSocEmissora=TEFC&strDtReferencia=06/2010&strIdioma=P&intCodNivel=1&intCodCtrl=100), em 30/07/10.

Abaixo, a tabela analisada:

Mercado de Ações	Totais dos pregões – Ref: Jun/2010		Totais dos pregões – Ref: Jul/2009 - Jun/2010	
	Negociações	Volume (R\$)	Negociações	Volume (R\$)
Lote-Padrão	20	108.689,00	269	3.192.537,00
Mercado Fracionário	146	45.187,43	685	412.622,33



Total Geral	166	153.876,43	954	3.605.159,33
Participação Empresa/Setor	0,11%	0,01%	0,05%	0,01%
Participação Setor/BOVESPA	1,81%	2,18%	1,97%	2,15%

[7] Extraído do *s i t e* da BM&FBOVESPA, em [http://www.bmfbovespa.com.br/sig/FormConsultaNegociacoes.asp?strTipoResumo=RES\\_NEGOCIACOES&strSocEmissora=TEFC&strDtReferencia=06/2010&strIdioma=P&intCodNivel=1&intCodCtrl=100](http://www.bmfbovespa.com.br/sig/FormConsultaNegociacoes.asp?strTipoResumo=RES_NEGOCIACOES&strSocEmissora=TEFC&strDtReferencia=06/2010&strIdioma=P&intCodNivel=1&intCodCtrl=100), em 30/07/10.

Mercado de Ações	Totais dos pregões – Ref: Jun/2001		Totais dos pregões – Ref: Jul/2000 - Jun/2001	
	Negociações	Volume (R\$)	Negociações	Volume (R\$)
Direitos e Recibos	0	0,00	1.684	382.995.220,00
Cert. Invest/Tit. Div. Pub/BDR	301	37.342.048,00	8.454	2.097.667.874,00
Exercício de Opções de Compra	0	0,00	2	43.010.344,08
Exercício de Opções de Venda	0	0,00	3	48.070.000,00
Mercado a Termo	29	553.006,94	263	58.348.683,89
Opções de Compra	0	0,00	3	15.332.900,00
Opções de Venda	0	0,00	6	15.356.600,00
Mercado Fracionário	196	134.286,77	3.527	3.367.465,31
Total Geral	526	38.029.341,71	13.942	2.664.149.087,28
Participação Empresa/Setor	0,25%	1,40%	0,73%	8,09%
Participação Setor/BOVESPA	40,99%	21,55%	32,25%	20,35%

[8]V. Termination of a Foreign Private Issuer's Registration of a Class of Securities Under Section 12(g) and Duty to File Reports Under Section 13(a) OR 15(d) of the Securities Exchange act of 1934, disponível em: <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55540.pdf>.

[9]Para os casos em que, como o presente, não persista previsão sobre os procedimentos para o cancelamento de programa de BDRs, essa alternativa poderá consistir na realização de OPA.

Apenas a título de ilustração, nota-se que os órgãos reguladores internacionais também consideram a falta de liquidez no mercado de origem um fator importante, a ser considerado, nos casos de cancelamentos de programas de Depositary Receipts.

Tomando-se por exemplo, mais uma vez, o que prevê a Securities and Exchange Commission considera-se, além da já mencionada liquidez no mercado local, a liquidez média verificada no principal mercado em que há negociação com ativos da companhia. Com isso, no mercado norte americano, estabeleceu-se, objetivamente, que o cancelamento só poderá ser solicitado caso o volume de negócios no mercado local seja inferior a 5% com relação ao volume de negócios no principal mercado para os ativos da companhia (dentro de um período de 12 meses). Caso não se verifique essa marca, não poderá ser realizado o cancelamento. (v. Termination of a Foreign Private Issuer's Registration of a Class of Securities Under Section 12(g) and Duty to File Reports Under Section 13(a) OR 15(d) of the Securities Exchange act of 1934).

[10]Conforme o parágrafo 2º do artigo 50 da Instrução CVM nº 480/09, o pedido de cancelamento de registro, feito pelo emissor, pode ser feito concomitantemente com o pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro.

O parágrafo 4º, artigo 4º, citado, contém a seguinte redação:

"§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4o-A."

[11]O parágrafo 4º, artigo 4º, citado, contém a seguinte redação:

"§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4o-A."

[12]Artigo 206, parágrafo 5º, inciso I, do Código Civil.

[13]"§3º O registro do programa de BDR dependerá, ainda, do compromisso, pela instituição depositária ou emissora de BDRs, de observância dos procedimentos para a descontinuidade do programa que forem estabelecidos pela bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que for negociado."