



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 08/19 – Processo CVM SEI nº 19957.000017/2019-12

Objeto: Alterações normativas relacionadas à emissão de certificados de depósito de valores mobiliários - BDR.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões referentes à Audiência Pública SDM nº 08/2019, que recebeu comentários do público entre os dias 11 de dezembro de 2019 e 28 de fevereiro de 2020.

A audiência teve como objeto minuta de instrução (“Minuta”) que abrange os seguintes principais tópicos: (i) alteração dos requisitos necessários para caracterização de emissores como estrangeiros; (ii) previsão de hipóteses em que investidores não qualificados poderão adquirir BDR Nível I; (iii) criação de um regime voltado a permitir BDR com lastro em cotas de fundos de índice negociadas no exterior; e (iv) modificação de dispositivos incompatíveis com a emissão de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida.

As manifestações recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores¹, razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes apenas de redação não estão citados, mas foram levados em consideração na elaboração da proposta definitiva de resolução.

Para apresentar as sugestões recebidas, este relatório está organizado da seguinte forma:

¹ http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0819.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Sumário

1.....	Participantes da audiência pública	4
2.....	Comentários à Minuta.....	5
2.1.	Conceito de emissor estrangeiro (art. 1º, § 1º do Anexo A)	5
2.1.1. ..	Conveniência da flexibilização do conceito de emissor estrangeiro	5
2.1.2. ..	Localidade de ativos e receitas (art. 1º, caput, I, do Anexo A)	7
2.1.3. ..	Principal mercado de negociação e mercado reconhecido (art. 1º, §§ 1º e 6º do Anexo A na forma prevista na Minuta; art. 1º, §§ 1º e 7º da versão final da norma).....	9
2.1.4. ..	Revisões periódicas do enquadramento do emissor.....	15
2.2.	Aquisição de BDR Nível I por investidores não qualificados – Instrução CVM 332	17
2.3.	BDR com lastro em cotas de fundos de índice negociadas no exterior – Instrução CVM nº 359	21
2.3.1. ..	Comentários gerais	21
2.3.2. ..	Ampliação do lastro dos BDR.....	23
2.3.3. ..	Inaplicabilidade da Instrução CVM nº 332, de 2000	24
2.3.4. ..	Ajuste de nomenclatura (art. 74-A da Minuta).....	25
2.3.5. ..	Anuência do administrador do fundo de índice estrangeiro (art. 74-C).....	25
2.3.6. ..	Jurisdição do mercado de origem (art. 74-B).....	26
2.3.7. ..	Dever de reproduzir informações divulgadas no país de origem (art. 74-H, caput)	27
2.3.8. ..	Modo de disponibilização das informações pela instituição depositária (art. 74-H, § 1º)....	27



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.3.9. ...Divulgação de informações sobre índices de referência (art. 74-H, § 1º, V).....	27
2.3.10. Composição da carteira (art. 58).....	30
2.3.11. Tratamento de erros de aderência (art. 74-H)	31
2.3.12. Disponibilização de informações em português (art. 74-H, § 6º, I)	33
2.3.13. Volume de negociação e valores médio e de fechamento das cotas (art. 74-H, § 1º, VIII) ..	34
2.3.14. Uso de derivativos (art. 74-H, § 1º, XIV)	35
2.3.15. Voto	36
2.3.16. Responsabilidade pelo material publicitário (art. 74-J).....	37
2.3.17. Propostas de alteração à Instrução CVM nº 555, de 2014	37
2.3.18. Revogações de exigências de informações	40
2.3.19. Procedimentos de registro dos programas (art. 74-P).....	40
2.3.20. Códigos ISIN	41
2.4. BDR lastreados em títulos de dívida	41
2.4.1. ... Comentários gerais	41
2.4.2. ... Emissores sob forma diversa de companhia aberta	42
2.4.3. ... Sede no exterior.....	43
2.4.4. ... Localização dos ativos e receitas.....	44
2.4.5. ... Ambiente de negociação dos valores mobiliários que lastreiam BDR.....	45
2.4.6. ... Prazo adicional para divulgação de informações.....	47
2.4.7. ... Extensão das restrições existentes em outros países	48
2.4.8. ... Outros ajustes à Instrução CVM nº 332	48



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

1. Participantes da audiência pública

As seguintes instituições manifestaram-se na audiência pública:

- i) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”);
- ii) Associação Brasileira de Fintechs (“ABFintechs”);
- iii) Associação de Investidores do Mercado de Capitais (“AMEC”)
- iv) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), em conjunto com Banco B3 S.A.;
- v) Barbosa, Mussnich, Aragão Advogados (“BMA”);
- vi) Blackrock Brasil Gestora de Investimentos Ltda. (“Blackrock”);
- vii) Carpena Advogados Associados (“Carpena Advogados”);
- viii) CFA Society Brasil (“CFA Society”);
- ix) Empiricus Research Publicações Ltda. (“Empiricus”), em conjunto com Vitreo DTVM S.A. (“Vitreo”);
- x) Grupo AIs Livres (“AIs Livres”), em conjunto com Almeida Froner Sociedade de Advogados (“Almeida Froner”);
- xi) Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (“IBRI”);
- xii) Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. (“IP”);
- xiii) Kjerag Indices de Mercado (“Teva Indices”);
- xiv) Morningstar, Inc. (“Morningstar”);
- xv) S&P Dow Jones Indices LLC (“S&P DJI”);
- xvi) Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia;
- xvii) Siqueira Castro Advogados (“Siqueira Castro”);
- xviii) Stocche Forbes Advogados (“Stocche Forbes”); e
- xix) XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“XPI”);



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Também se manifestaram na audiência pública as seguintes pessoas naturais:

- | | |
|---------------------------------|---------------------------------|
| i) Adenauer Gabriel; | xix) Gleison Farias; |
| ii) Adriano Ribeiro; | xx) Higor Garcia; |
| iii) Alex Costa; | xxi) Igor Dias Rocha; |
| iv) Allison Barreto; | xxii) Jovino Oliveira; |
| v) Bruna Pietrafesa; | xxiii) Lucas Oliveira Freitas; |
| vi) Bruno Santos Soares; | xxiv) Marcio Faria; |
| vii) Carlos Frederico Souza; | xxv) Mário Bernal; |
| viii) Cristiano Ramalho; | xxvi) Mateus Ávila; |
| ix) Daiane Mendes; | xxvii) Rafael Colombo de Souza; |
| x) Douglas Carvalho; | xxviii) Rafael Corrêa; |
| xi) Edmara Carvalho; | xxix) Rafael Vieira da Silva; |
| xii) Edson Adir Baron Junior; | xxx) Ronei Godinho; |
| xiii) Eduardo Weirich; | xxxi) Rubens Prado; |
| xiv) Felipe Gonçalves Ferreira; | xxxii) Sivonaldo João; |
| xv) Felipe Graner; | xxxiii) Tiago Cappellati; |
| xvi) Flavio Damiani; | xxxiv) Victor Moia; |
| xvii) Francisco Antunes; | xxxv) Vinicius Caldas Brito; e |
| xviii) Francisco Posenato; | xxxvi) William G. |

Exceto quando expressamente indicado de outro modo, as manifestações das pessoas naturais serão referidas conjuntamente neste relatório.

2. Comentários à Minuta

2.1. Conceito de emissor estrangeiro (art. 1º, § 1º do Anexo A)

2.1.1. Conveniência da flexibilização do conceito de emissor estrangeiro

Pela redação atualmente vigente da Instrução CVM nº 480/09, (i) somente ações emitidas por emissores estrangeiros podem servir como lastro de BDR e (ii) não são considerados emissores



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

estrangeiros aqueles que tenham sede no Brasil ou possuam no País ativos correspondentes a 50% (cinquenta por cento) ou mais daqueles constantes das demonstrações financeiras. No contexto de uma oferta pública subsequente de distribuição de BDR, esse percentual pode excepcionalmente ser elevado a 65% (sessenta e cinco por cento).

A Minuta buscou promover uma alteração nesse conceito, de modo que a definição de emissor estrangeiro considerasse apenas a localidade da sede e que, sob determinadas condições, fosse permitido a um emissor estrangeiro acessar o mercado brasileiro por meio de BDR, a despeito de ter ativos preponderantemente localizados no Brasil.

Essa mudança foi motivada por casos de emissores com expressão econômica no Brasil, sobretudo ligados ao setor de tecnologia, que realizaram ofertas públicas no exterior e ficaram impossibilitados de fazer parte da captação no mercado local por meio da emissão de BDR. Além de representar uma restrição aos próprios emissores, a limitação também afeta investidores brasileiros, por privá-los da oportunidade de investimento em valores mobiliários desses emissores.

No entanto, ao apresentar essa possível mudança e sua motivação por meio da audiência pública, a CVM também externou preocupação e consultou os participantes a respeito de possíveis efeitos adversos dela decorrentes, em particular sob a forma de uma potencial diminuição da relevância do mercado nacional ou dos direitos de investidores residentes no Brasil.

ABFintechs respondeu a esse questionamento defendendo a proposta de alteração apresentada pela CVM e concordando com a observação que emissores ligados ao setor de tecnologia com relevante atuação econômica no Brasil optam por realizar ofertas públicas no exterior.

A participante enxerga que os custos envolvidos em listar uma empresa nacional no exterior muitas vezes superam os benefícios desse movimento, de modo que não deve ser esperada uma realocação massiva do capital nacional rumo a outros países ou um enfraquecimento exacerbado do mercado local de bolsa de valores.

Ao contrário, citando o exemplo o exemplo do México, onde instrumentos representativos de valores mobiliários globais representam fatia substancial do mercado, o participante acredita que a ampliação do conceito de emissor estrangeiro tende a fazer com que o mercado de bolsa brasileiro se fortaleça.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Nesse sentido, diversos participantes da Audiência Pública enfatizaram que as mudanças propostas atendem a uma demanda crescente por diversificação de portfólios, especialmente num contexto de taxas de juros reduzidas. Manifestaram-se desse modo, por exemplo, B3, Empiricus e Vitreo, além de diversas pessoas naturais.

A Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia acrescentou que as novas regras tendem a facilitar a captação dos emissores, tornando-os mais competitivos. Ainda entre as manifestações de apoio à Minuta, alguns participantes, como CFA Society e IBRI, também expressaram posição favorável à iniciativa da CVM.

Por outro lado, AMEC e Carpena Advogados levantaram preocupações com impactos sobre direitos dos investidores nacionais, associadas a pontos específicos da Minuta, que serão abordados em mais detalhes adiante neste relatório.

As manifestações recebidas preponderantemente corroboram a percepção de que a flexibilização do conceito de emissor estrangeiro propicia uma maior disponibilidade de opções aos investidores e facilita a captação de recursos por emissores. Após receber essas manifestações, a CVM não vê motivo para deixar de promover as mudanças objeto da Audiência Pública, sem prejuízo de ajustes pontuais em questões relacionadas a direitos dos investidores, conforme comentadas adiante.

2.1.2. Localidade de ativos e receitas (art. 1º, caput, I, do Anexo A)

A Minuta prevê que tanto os ativos como as receitas do emissor estrangeiro que pretenda emitir BDR devem estar abaixo do patamar de 50% (cinquenta por cento) dos ativos ou receitas evidenciados nas demonstrações financeiras.

B3 defende que os critérios sejam alternativos, em vez de cumulativos. Isto estaria mais aderente à observação do Edital de Audiência Pública segundo a qual a localização dos ativos vem se tornando uma métrica menos apurada de delimitação geográfica das atividades dos emissores, dada a crescente relevância econômica do setor de serviços.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

XPI apresenta sugestão similar, argumentando que, em determinadas situações, há desafios em obter informações sobre receitas de emissores estrangeiros no Brasil, a depender do padrão contábil adotado pelo emissor.

Já Siqueira Castro é a favor do texto previsto na Minuta, por avaliar que, na conjuntura atual, ativos são um referencial que não representam a atividade econômica de uma empresa, exceto nos casos de uso pouco intensivo de capital ou nível muito baixo de atividade. Desse modo, a adoção do critério de receitas, ao lado dos ativos, seria não apenas correta, mas necessária.

Embora deseje flexibilizar o conceito de emissor estrangeiro, pelas razões descritas no Edital de Audiência Pública e reiteradas neste relatório, a CVM permanece convencida da necessidade de mitigar os riscos associados aos emissores que possuam atividade econômica preponderante no Brasil e que possam se organizar artificialmente como empresas estrangeiras para captar recursos via instrumentos equivalentes a ações no mercado brasileiro sem se submeter às leis que o regem.

Isso justifica um maior rigor no manejo dos critérios que serão utilizados para aferir quando um emissor efetivamente possui atividades fora do Brasil e, por isso, a CVM optou pela cumulação dos requisitos de ativos e receitas.

Adicionalmente, em relação ao comentário trazido por XP, a CVM considera que a identificação do local de origem das receitas não representa uma dificuldade comum para os emissores, mesmo porque outras normas² já exigem essa informação ou pressupõem sua disponibilidade.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

² Por exemplo, item 7.6 do formulário de referência.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.1.3. Principal mercado de negociação e mercado reconhecido (art. 1º, §§ 1º e 6º do Anexo A na forma prevista na Minuta; art. 1º, §§ 1º e 7º da versão final da norma)

Dois conceitos importantes utilizados pela Minuta para disciplinar a emissão de BDR são o ‘principal mercado de negociação’ e ‘mercado reconhecido’.

O principal mercado de negociação se refere (i) ao ambiente no qual os valores mobiliários do emissor venham apresentando maior volume negociado, se eles já forem listados, ou, (ii) caso o emissor esteja realizando uma oferta pública de distribuição, o mercado que tenha recebido o pedido de listagem dos valores mobiliários do emissor e que esteja situado no país em que venha a ser captada a maior parte dos recursos da oferta.

Caso o principal mercado de negociação seja uma bolsa de valores situada no exterior, classificada no regulamento de entidade administradora de mercado de valores mobiliários como um “mercado reconhecido” – classificação essa que será submetida à CVM por ocasião da aprovação deste regulamento –, as ações emitidas neste mercado podem servir de lastro para BDR, ainda que o emissor tenha atividades econômicas preponderantemente localizadas no Brasil³.

B3 apresenta duas sugestões sobre estes conceitos. Sua opção preferencial é unificá-los, de modo que subsistiriam como requisitos aplicáveis ao mercado apenas: (i) a necessidade de constituição como bolsa de valores; (ii) a localização no exterior; e (iii) a classificação como “mercado reconhecido” em regulamento próprio aprovado pela CVM.

Assim, seria eliminada a restrição a que a Minuta submete os emissores cujo principal mercado de negociação seja brasileiro. Na visão do participante, tal restrição não estaria em linha com o caráter inovador da norma e penalizaria o mercado local pelo seu eventual sucesso em atrair mais volume e superar o mercado original do emissor no exterior. O exemplo da Azul Linhas Aéreas

³ É necessário ainda que o órgão regulador do mercado de valores país do principal mercado de negociação tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Brasileiras S.A. foi indicado como um caso em que isto teria acontecido e que não teria sido possível sob a regra proposta na Minuta.

Analogamente, nos casos em que o emissor estivesse conduzindo uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, não seria possível prever o volume captado em cada jurisdição e tampouco seria desejável retirar a flexibilidade da oferta, o que poderia até inviabilizá-la em cenários de baixa demanda pelo valor mobiliário ofertado. O participante XPI traz ponderação similar.

Outra razão pela qual a regra sobre o principal mercado de negociação deveria ser eliminada, segundo B3, é que, dada a fragmentação do mercado estrangeiro entre várias plataformas, é possível que o maior volume de negociação esteja em ambiente de mercado brasileiro, mesmo quando as ações sejam preponderantemente negociadas no exterior.

Para ilustrar a questão, o participante apresentou tabela com dados referentes a volumes de negociação de 5 (cinco) emissores estrangeiros. Em síntese, os dados mostram que, somadas, New York Stock Exchange (NYSE) e Nasdaq concentram entre 30% (trinta por cento) e 37% (trinta e sete por cento) do volume diário de cada emissor, com a parcela remanescente dispersa entre outras plataformas.

O participante, no entanto, reconhece a preocupação da CVM com a segurança dos investidores frente a regimes mais flexíveis de outros países e com a existência de prévia e efetiva exposição de valores mobiliários do emissor a mercados maduros.

Por essa razão, propõe que a classificação de um mercado como “reconhecido” considere a existência de regras de dispersão mínima para fins de listagem. NYSE e Nasdaq, por exemplo, exigem, dentre outros requisitos, números mínimos de acionistas e de ações em circulação. Também foram citadas regras similares de London Stock Exchange, Toronto Stock Exchange e Luxembourg Stock Exchange.

O requisito de que os valores mobiliários que lastreiam a emissão de BDR tenham exposição principal e duradoura junto a um mercado externo com os atributos indicados na Minuta é um contrapeso que a CVM considera necessário para a flexibilização das demais regras que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

atualmente restringem a emissão de BDR por parte de emissores com ativos ou receitas preponderantemente situados no Brasil. As regras de dispersão de bolsas estrangeiras, além de mesmo hoje não assegurarem o nível desejável de exposição ao mercado externo, podem ainda ser alteradas unilateralmente pelas próprias bolsas.

No entanto, é de fato pertinente a preocupação com situação ilustrada pelo participante, em que um emissor tem a maior parte de suas ações negociadas em diversos mercados reconhecidos, sem que nenhum deles isoladamente supere o ambiente de mercado brasileiro. Nestes casos, o requisito buscado pela CVM encontra-se atendido em sua essência, situação que deve ser reconhecida no texto da norma.

Desse modo, a sugestão foi parcialmente acolhida, com a inclusão de novo § 2º ao art. 1º do Anexo 32-I à Instrução CVM nº 480, de 2009.

Como sugestão alternativa a sua proposta descrita acima, B3 defende que, caso a CVM opte por manter o conceito de principal mercado de negociação, esclareça que a alínea “b” trata apenas de ofertas *iniciais* de ações. O participante propõe ainda que o principal mercado de negociação não considere o ambiente no qual tenha havido *maior* volume nos últimos 12 (doze) meses, mas sim aquele que tenha ultrapassado o patamar de 25% (vinte e cinco por cento) desse volume no mesmo período.

Por seu turno, ANBIMA sugere que, nos casos em que os valores mobiliários tenham sido admitidos à negociação há menos de 12 (doze) meses, seja permitido apurar o principal mercado de negociação com base no histórico disponível até então.

A sugestão de esclarecimento quanto a tratar-se de ofertas iniciais é pertinente e foi acolhida (art. 1º, § 1º, II, “b”). Em relação às propostas de redução do patamar ou do prazo de exposição ao mercado estrangeiro, pelos motivos já mencionados acima, elas não foram acolhidas.

BMA observa inicialmente que a CVM teria pretendido criar duas hipóteses em que um emissor estrangeiro estaria qualificado para ter valores mobiliários de sua emissão lastreando BDR: um baseado nos ativos e receitas do emissor; e outro baseado no principal mercado de negociação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Todavia, na visão do participante, por ter empregado o termo “principal mercado de negociação” no **caput** do dispositivo que enumera esses dois critérios (art. 1º do Anexo A), a norma teria embutido em si mesma um dos critérios de qualificação possíveis. Ao fazê-lo, a norma estaria exigindo do emissor que atende ao critério contábil que também tenha como principal mercado de negociação uma bolsa de valores no exterior, eliminando, na prática, o critério alternativo.

Por conta disso, o participante propõe ajustar o dispositivo de modo que BDR possam ser lastreados em valores mobiliários emitidos por emissores sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais, não do principal mercado de negociação do emissor, mas sim de seu mercado original de registro.

É importante esclarecer que existem, de fato, dois critérios alternativos que qualificam um emissor a ter ações de sua emissão como lastro de BDR no Brasil: o dos “ativos” (art. 1º, I) e o do “mercado de negociação reconhecido” (art. 1º, II, e § 6º, na Minuta e § 7º na versão final da norma). A redação deixa claro que eles não precisam ser observados cumulativamente.

Nesse sentido, vale dizer que o emissor de BDR lastreado em ações necessariamente terá um principal mercado de negociação, conforme definido no art.1º, § 1º, II. Contudo, nem sempre este mercado principal será um mercado reconhecido, conforme redação do § 6º da Minuta e § 7º da versão final da norma. Dessa forma, o requisito do inciso II vai além do principal mercado de negociação e apenas se perfaz com o cumprimento das exigências do § 7º, que explicitam as características do mercado reconhecido.

Vale dizer, ainda, que no caso de emissor que tenha mais de 50% dos ativos e receitas no exterior, o mercado principal pode estar, inclusive, situado no Brasil. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

A Minuta prevê, no § 7º, II, que a entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários, ao classificar determinado mercado externo como um “mercado reconhecido”, considere, dentre outros fatores, “os mecanismos de proteção a investidores existentes no mercado estrangeiro”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 propõe alterar a redação para que a entidade administradora considere “a existência de mecanismos de proteção a investidores no mercado estrangeiro”. Esse ajuste traduziria com maior precisão a análise a ser feita pela entidade administradora: identificar as ferramentas para proteção dos investidores, comparativamente às disponíveis no Brasil, sem, contudo, assegurar a eficácia desses mecanismos, tendo em vista a diversidade de regras e a dimensão prática de cada uma delas.

Por razões similares, XPI sugere a remoção da menção aos “mecanismos de proteção a investidores”, dado que essa análise demandaria compreender o arcabouço legal de cada jurisdição e como nele seriam tratados casos práticos, gerando uma excessiva complexidade. Caso a CVM opte por manter o trecho em questão, XPI propõe que a Autarquia especifique o que entende por tais mecanismos. Como última opção, propõe prever que a avaliação desses mecanismos deva ser feita apenas quando possível.

AMEC, por outro lado, entende que a norma deveria desde logo especificar os mercados reconhecidos pela CVM, em vez de relegar essa definição ao regulamento de entidades administradoras de mercado organizado, ainda que esse regulamento dependa de aprovação da Autarquia.

Além disso, o participante comenta que inicialmente apenas mercados nos Estados Unidos da América deveriam ser classificados como reconhecidos, pela adoção de mecanismos que efetivamente asseguram indenização de acionistas minoritários. Eventualmente, outros mercados com regras igualmente protetivas poderiam ser admitidos e, no futuro, após a avaliação de impacto regulatório, poderia haver maior flexibilidade para admissão de mais mercados.

Por fim, Carpena Advogados relembra casos ocorridos no passado em que emissores brasileiros recorreram a estruturas societárias em jurisdições excessivamente flexíveis para burlar a legislação societária nacional.

Para coibir tais práticas, sugere disposições mais restritivas, que vão além dos conceitos de “mercado reconhecido” e exigem que emissores aptos a ter BDR lastreados em seus valores mobiliários possuam: (i) como controladores, residentes no exterior; (ii) maioria de administradores estrangeiros ou não residentes no Brasil; e (iii) negócios administrados principalmente a partir do exterior.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Empiricus e Vitreo ponderam, em contraposição, que emissores que busquem o caminho da emissão de BDR apenas para diminuir direitos dos investidores, sem fundamentação racional, serão avaliados, julgados e punidos economicamente pelo próprio mercado.

A CVM entende necessário que as entidades administradoras de mercado organizado considerem a efetividade, e não apenas a existência, dos mecanismos de proteção encontrados no mercado estrangeiro e, por essa razão, não acolheu sugestões que visavam suprimir ou mitigar o dever das entidades administradoras de mercado.

Em relação ao conteúdo dessa análise, não é possível enumerar exhaustivamente os fatores a serem considerados, pois cada jurisdição terá suas singularidades. A avaliação específica dessas características é parte do que se espera das entidades administradoras de mercado.

Quanto à sugestão de predefinir o rol de mercados reconhecidos, a perda de flexibilidade que tal medida acarretaria aparentemente não traria benefícios que a compensassem. Em qualquer caso, a relação de possíveis mercados passará pela avaliação da CVM.

O reconhecimento do papel da entidade administradora de mercado nesse processo apenas acrescenta mais um agente responsável por analisar a admissibilidade de outros mercados e dispensa o rito de mudança de normas da CVM, caso venha a ser julgado conveniente acrescentar outros mercados à relação dos já admitidos, conferindo assim, mais agilidade e flexibilidade.

Por fim, diante das contrapartidas previstas na norma, o risco de emissores adotarem estruturas societárias em jurisdições excessivamente flexíveis para burlar a legislação societária nacional já se encontra mitigado e exigências adicionais de residência ou nacionalidade de acionistas e administradores, por exemplo, gerariam mais ônus burocráticos sem a garantia de redução adicional desse risco.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

Ainda a propósito de medidas que buscam mitigar possíveis efeitos adversos sobre os participantes do mercado local em decorrência de os emissores não se submeterem à legislação nacional, cabe destacar a introdução de novo inciso ao art. 4º do anexo 32-I da Instrução CVM nº



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

480, de 2009. O objetivo desse dispositivo é reforçar responsabilidades da instituição depositária em auxiliar à CVM na obtenção de informações sobre (i) regras societárias aplicáveis aos emissores estrangeiros e (ii) quaisquer iniciativas que tenham sido adotadas pelas autoridades do país de origem do emissor ou do país do mercado em que seus valores sejam admitidos à negociação, voltadas ao cumprimento das regras a que tal emissor esteja submetido.

2.1.4. Revisões periódicas do enquadramento do emissor

A Minuta não propõe modificar o regime da Instrução CVM nº 480, de 2009, no tocante aos momentos em que a condição do emissor é verificada, a saber: (i) o registro do emissor, (ii) a realização de oferta pública; e (iii) o registro do programa de BDR.

AMEC e Carpena Advogados constatam que a CVM cogitou adotar outro regime por ocasião da edição da Instrução CVM nº 480, de 2009 e optou por não o fazer, como indicado no Relatório de Audiência Pública nº 07/2008. No entanto, os participantes consideram que, passados 10 (dez) anos desde tal decisão, ela deveria ser revista, especialmente diante da flexibilização proposta.

Carpena Advogados acrescenta que os 3 (três) momentos definidos pela norma ocorrem, na prática, simultaneamente, caso não haja oferta pública subsequente de distribuição de BDR. Isto porque o pedido de registro de programa de BDR depende da apresentação de pedido de registro do emissor, que costuma estar relacionada à oferta pública para captação de recursos no mercado local. Sem uma oferta subsequente, não haveria um segundo momento de verificação dos requisitos de enquadramento na definição de emissor estrangeiro.

Na visão do participante, a norma atualmente vigente permite um vácuo (i) de informações (aos investidores e ao próprio regulador) quanto à manutenção das condições que ensejaram o registro de emissores estrangeiros e (ii) de mecanismos que regulem o tratamento dispensado a emissores desenquadrados.

Assim, Carpena Advogados propõe que a revisão seja feita anualmente e, em caso de desenquadramento, o procedimento de regularização contemple: (i) prazo de um ano para reenquadramento; (ii) obrigação de reportar o desenquadramento; (iii) resgate dos BDR em circulação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

por procedimento equivalente ao de oferta pública de aquisição de ações; e (iv) cancelamento de ofício pela CVM do registro do programa de BDR e do registro do emissor.

Na mesma linha, AMEC sugere que a verificação de enquadramento ocorra periodicamente, a cada 2 (dois) anos, ou a qualquer tempo, por provocação de qualquer detentor de BDR.

AMEC também entende necessário o ressarcimento dos investidores em caso de cancelamento do programa e comenta que deveria haver maior transparência sobre trâmites e instâncias decisórias das bolsas de valores no que diz respeito ao cancelamento, de modo a inclusive permitir impugnação por partes diretamente interessadas.

Siqueira Castro, por outro lado, entende desnecessárias regras na direção sinalizada por AMEC e Carpena Advogados, pois eventual desenquadramento e suas consequências já são incorporadas no preço do produto pelos investidores. Eventuais regras aumentariam o custo regulatório que ao final também seria suportado pelos investidores.

A CVM compreende a preocupação com a ausência de verificações periódicas da condição do emissor e a consequente possibilidade de uma situação de desenquadramento prolongado dos critérios que o permitiram acessar o mercado brasileiro.

No entanto, tanto as situações que provocam o desenquadramento como as medidas que teoricamente seriam capazes de revertê-lo encontram-se frequentemente fora do controle do emissor. Por exemplo, o emissor não tem domínio absoluto sobre a proporção de seus ativos e receitas em cada país ao longo do tempo. Por isso, regras que impusessem sanções severas em casos de desenquadramento tenderiam a desestimular a emissão de BDR ou a induzir comportamentos artificiais na condução dos negócios do emissor, em prejuízo dos próprios investidores.

No que tange à divulgação de informações sobre o desenquadramento, os dados periodicamente exigidos dos emissores já permitem o acompanhamento desse ponto por parte dos próprios investidores.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.2. Aquisição de BDR Nível I por investidores não qualificados – Instrução CVM 332

A Instrução CVM nº 332, de 2000, atualmente prevê que programas de BDR Patrocinados Nível I são caracterizados, dentre outros fatores, pela aquisição exclusiva por empregados da sociedade patrocinadora do programa ou por investidores qualificados (art. 3º, § 1º, I, “d”). A mesma norma prevê também que BDR não patrocinados somente são admitidos à negociação nos moldes do BDR Patrocinado Nível I (art. 3º, § 2º).

Um dos objetivos da reforma em análise foi permitir a aquisição de BDR não patrocinados ou Patrocinados Nível I por investidores que não sejam considerados qualificados. Diversos participantes expressaram apoio a esse objetivo, principalmente as pessoas naturais. Em síntese, as manifestações corroboraram vantagens antevistas pela CVM em termos de mais opções de investimento e maior facilidade de diversificação de carteira por esses investidores.

Muitos acrescentaram que investidores em geral são capazes de tomar uma decisão consciente de investimento sobre ativos no exterior e que essa decisão não envolve maior risco financeiro do que outras opções atualmente já acessíveis a investidores não qualificados, como títulos de renda fixa de emissores em situação financeira delicada. Foi comentado, ainda, que atualmente é simples para um investidor abrir conta em intermediários estrangeiros e operar ativos nestes mercados diretamente.

A Minuta, no entanto, propôs condições para que investidores não qualificados possam adquirir BDR não patrocinados ou BDR Patrocinados Nível I. Uma dessas condições – e a que atraiu a ampla maioria dos comentários – é a exigência de que informações sejam divulgadas aos investidores em português.

ABFintechs considera essa exigência desnecessária. Na sua visão, ao menos as informações previstas no art. 3º, § 3º (fatos relevantes, aviso de demonstrações financeiras, editais de convocação de assembleias, avisos aos acionistas, deliberações das assembleias e demonstrações financeiras), poderiam ser disponibilizadas em inglês. Isso seria possível em função: (i) da disseminação de aplicativos de tradução precisos; (ii) do estágio atual da disseminação da língua inglesa no Brasil; (iii) da responsabilidade dos investidores para alocação de seus ativos; e (iv) da relação entre o preço do BDR e o do seu lastro no mercado em que todas as informações estão disponíveis.

AMEC, IP, XPI, Empiricus e Vitreo apresentam observações no mesmo sentido.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para Empiricus e Vitreo, o processo de análise para investimento demanda a compreensão não apenas das informações prestadas pelo emissor, mas de diversos outros fatores sob o mercado em que atua, como seus fornecedores, cultura a economia local etc. – a tradução de um recorte de algumas informações não traria as informações suficientes e representaria um custo para o emissor.

Assim, os participantes propõem que a barreira de linguagem deva ser considerada pelo intermediário no momento da verificação da adequação do investimento ao perfil de risco do investidor.⁴ IP apresenta sugestão similar.

B3 aponta que a exigência de tradução representará custo excessivo para as instituições depositárias, inviabilizando o lançamento do produto.

Como ilustração, destaca que o Banco B3 S.A. era emissor de aproximadamente 220 programas de BDR Nível I Não Patrocinados. A partir de cotações feitas pelo participante, que consideram uma média de 200 páginas por relatório financeiro e de R\$ 200 por página, indicam que o custo para os 220 programas seria de R\$ 36 milhões.

Além disso, seria importante considerar o tempo para execução da tradução: um documento de 200 páginas demanda 25 dias corridos, sem contar o tempo adicional para a instituição depositária revisá-lo. Assim, as informações não teriam como ser disponibilizadas em tempo hábil.

Nesse sentido, B3 propõe limitar informações a serem traduzidas, tomando por base a prática atual de seus manuais, que prevê a disponibilização em português de informações relacionadas a: (i) distribuições em dinheiro, (ii) distribuições em ações ou outros valores mobiliários, (iii) emissões de ações; e (iv) resgates e conversões de ações, dentre outros.

Os demais documentos continuariam sendo disponibilizados nos termos atuais da Instrução CVM nº 332, de 2000. Ademais, a norma da CVM poderia tornar obrigatória a divulgação de quais documentos serão disponibilizados em português e quais o serão em seu idioma original.

⁴ Na esteira desse comentário, e com a ressalva de estarem extrapolando o escopo da audiência, os participantes provocam uma reflexão mais ampla sobre a pertinência de limitar o acesso a produtos a investidores em função de serem ou não considerados qualificados (o comentário não se estende à participação em diferentes tipos de ofertas).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Sobre esse ponto, XPI apresenta sugestão similar, segundo a qual as informações não precisariam ser todas traduzidas; apenas algumas delas o seriam, cabendo à CVM definir quais.

Por fim, B3 acrescenta ainda que tais propostas estão em linha com práticas internacionais, citando especificamente o exemplo do México, onde não há exigência de informações traduzidas, mesmo para investidores de varejo. Embora reconheça que nos Estados Unidos da América a tradução para inglês seja exigida, para a B3, essa não seria uma referência adequada para o Brasil, dado que as companhias com valores mobiliários que servem de lastro a recibos no mercado americano já produzem informações originalmente em inglês, por este ser o idioma padrão nos mercados financeiros internacionais.

Apenas um participante do grupo de pessoas naturais que se manifestaram, Adenauer Gabriel, comentou que “seria interessante desenvolver mecanismos que forneçam informação num formato já conhecido e em português”.

A CVM concorda que o avanço tecnológico fez com que as informações passassem a chegar aos investidores de forma preponderantemente digital, passíveis de serem traduzidas de forma rápida e gratuita por ferramentas que se encontram amplamente disseminadas.

Ademais, a familiaridade do investidor com o idioma em que estarão disponíveis informações prestadas pelo emissor dos valores mobiliários é um dado que deve compor o universo de fatores a serem ponderados no processo de verificação da adequação do investimento ao perfil do cliente, nos termos do art. 2º, III, da Instrução CVM nº 539, de 2013.

Além disso, a aquisição de bens e serviços em ambientes internacionais já é uma realidade relativamente comum no Brasil,⁵ inclusive no que tange a serviços financeiros, como as manifestações de pessoas naturais sinalizaram. Desse modo, é possível esperar dos investidores, mesmo que não sejam considerados qualificados, discernimento em relação a aquisição de valores

⁵ Compras em Sites Internacionais. SPC Brasil e CNDL. Julho de 2017. Disponível em <https://www.spcbrasil.org.br/pesquisas/pesquisa/3568>. Acesso em 01.06.2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mobiliários de emissores estrangeiros, inclusive abstendo-se de negociar caso não se sintam confortáveis com o idioma em que recebem informações.

Por isso, embora reconheça que a disponibilidade de informações em português seria o ideal, diante dos custos estimados e o potencial de inviabilizar o acesso dos investidores a esse produto, as sugestões de eliminação da exigência de tradução foram acolhidas (art. 3º, § 6º, da Instrução CVM nº 332, de 2000).

Adicionalmente, em linha com a importância que a norma atribui ao país em que há maior volume de negociação, que pode ser um país estrangeiro diverso do país de origem do emissor, o art. 3º, § 6º, passa a prever a possibilidade de divulgação de informações no idioma de qualquer desses países, além, evidentemente, do idioma português.

Outro requisito previsto na Minuta é que os ativos que sirvam de lastro aos BDR não patrocinados ou Patrocinados Nível I passíveis de aquisição por investidores não qualificados tenham como mercado de maior volume de negociação um “mercado reconhecido”.

Sobre esse ponto, B3 e XPI comentam que o mercado de maior volume pode deixar de ser o mercado estrangeiro e, nesse caso, o BDR deve continuar sendo negociado pelos investidores de varejo brasileiros, sob pena de a CVM desincentivar o aumento do volume local das transações e penalizar o investidor que contribuiu para o desenvolvimento desse mercado, retirando a liquidez do seu investimento. Nesse sentido, B3 propõe suprimir a exigência de maior volume no mercado externo.

Siqueira Castro propõe a inclusão de dispositivo em norma que preveja a participação, em caráter consultivo e auxiliar, de entidades privadas de autorregulação na determinação da adequação e higidez do “mercado reconhecido”. Para o participante, isso propiciaria maior celeridade e segurança na definição desses mercados.

Os comentários de B3 e XPI revelaram a necessidade de estipulação de um marco temporal para apuração do mercado de maior volume de negociação, o que motivou ajustes no art. 3º, § 1º, I, 3, 3.1, da Instrução CVM nº 332, de 2000.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão de eliminar o maior volume de negociação como critério a ser observado, para evitar penalizar o mercado brasileiro por seu sucesso, não foi considerada conveniente. Contudo, para lidar com a situação em que o mercado brasileiro passa a ter volume mais significativo, a norma prevê que os BDR possam continuar a ser adquiridos por investidores de varejo desde que os valores mobiliários que sirvam de lastro permaneçam admitidos à negociação no “mercado reconhecido” em que originalmente tenha sido listado.

Sobre a sugestão de participação de entidades autorreguladoras, tal medida pode vir a ser considerada e adotada independentemente de previsão expressa em norma.

Als Livres e Almeida Froner comentam que, na esteira das mudanças em estudo, os agentes autônomos de investimento deveriam ser autorizados a celebrar contratos com instituições no exterior para facilitar o acesso de investidores a ativos internacionais.

A sugestão está fora do escopo da Audiência Pública.

2.3. BDR com lastro em cotas de fundos de índice negociadas no exterior – Instrução CVM nº 359

2.3.1. Comentários gerais

A reforma em análise também tem por objetivo permitir que BDR venham a ser lastreados em cotas de fundos de índice negociadas no exterior. Para tanto, foram propostos diversos novos dispositivos na Instrução CVM nº 359, de 2002.

A iniciativa contou com apoio expresso de diversos participantes, como ABFintechs, Blackrock e B3.

Embora também tenham manifestado apoio à reforma proposta pela CVM, Empiricus e Vitreo comentam que “a tentativa de compatibilizar a legislação nacional com a legislação estrangeira sob a ótica do emissor tende a ser frustrada”. Segundo os participantes, é mais usual haver compatibilidade legislativa na regulamentação sobre ofertas e sobre prestadores de serviços do que na regulamentação de produtos específicos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Por isso, os participantes sugerem que a compatibilidade buscada pela CVM entre fundos de índice locais e no exterior considere, além do mercado reconhecido, a necessidade de registro e regulação dos auditores dos fundos de forma similar à brasileira, “criando a confluência legislativa necessária entre os prestadores de serviço dos produtos, e não dos produtos em si”.

Siqueira Castro também expressou opinião positiva sobre as mudanças, mas registrou críticas à ausência de inclusão na Audiência Pública da possibilidade de emissão de BDR lastreado em cotas de fundos de investimento em geral negociados no exterior.

Para o participante, esta é uma grande demanda de mercado e salvaguardas equivalentes às que a Minuta propõe para os fundos de índice poderiam fazer com que fossem ultrapassadas as dificuldades de controlar a qualidade e segurança dos fundos que viessem a ser ofertados. Sua sugestão é a realização de nova audiência pública para tratar deste tema específico.

Por outro lado, ANBIMA enfatiza que o BDR é um instrumento capaz de integrar o Brasil a estruturas internacionais, mas não é o único e não deveria ser tratado de forma isolada, como a Audiência Pública o faz. Este tratamento cria oportunidades para arbitragens regulatórias e tributárias que, no limite, podem anular os benefícios gerados pela regulamentação.

Assim, o participante alerta para a urgência de revisão mais ampla das regras relacionadas ao acesso pelos investidores brasileiros aos mercados internacionais, o que envolve a discussão do novo arcabouço regulatório de ofertas públicas, os limites previstos na Instrução CVM nº 555, de 2014, para investimento no exterior e a equiparação entre os fundos de índice locais e o tratamento conferido aos fundos estrangeiros.

IP também levanta algumas preocupações com possíveis assimetrias, as quais serão destacadas em detalhe adiante.

Por fim, Teva Indices é contrária às mudanças, por considerar que a ampliação do universo de ativos passíveis de utilização na construção de índices para os fundos de índice regulados pela Instrução CVM nº 359, de 2002, teria efeito similar ao buscado pela previsão de registro de programas de BDR. E isto demandaria apenas uma pequena mudança da regulamentação atual, em vez da extensa lista de alterações proposta na Audiência Pública.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em síntese, na visão do participante, a CVM deveria abster-se de modificar a Instrução CVM nº 359, de 2002, neste momento e vir a fazê-lo em separado no futuro, colocando em pauta a previsão expressa de que ativos estrangeiros são ativos elegíveis para a composição de índices.

Os meios disponíveis para investidores alcançarem maior exposição a ativos no exterior vêm sendo ampliados de modo gradativo ao longo do tempo, como se nota pelas reformas das regras aplicáveis a emissores e fundos de investimento ocorridas na última década.

A previsão de emissão de BDR lastreados em cotas de fundos de índice é mais uma etapa desse processo. O foco nesse produto em particular se justifica, dentre outros fatores, pela sua similaridade com BDR lastreados em ações usualmente negociados em bolsa de valores e pela maior diversificação e menor volatilidade que tende a possuir, o que o torna mais propício para a ambientação dos investidores com mais um modo de exposição a mercados internacionais.

Outras medidas sugeridas pelos participantes, como estender a outras classes de ativos a possibilidade de que sirvam como lastro de BDR ou rever as regras que disciplinam índices de valores mobiliários, podem ser consideradas no futuro, mas não justificam que a CVM adie a edição das regras apresentadas à Audiência Pública.

2.3.2. Ampliação do lastro dos BDR

CFA Society sugere que a norma não se refira a “BDR com lastro em cotas de fundo de índice”, mas sim a “BDR com lastro em ETF”. O objetivo seria ampliar o potencial de diversificação do portfólio do investidor, pois os **exchange traded funds** (ETF) no exterior costumam abranger mais ativos – ações, títulos públicos, crédito privado, moedas etc. – e estratégias do que os fundos de índice no Brasil, que basicamente se limitam a perseguir de forma passiva algum índice de referência dos mercados de renda variável ou de renda fixa.

O termo “ETF” não é empregado na norma, de modo que seu uso tenderia a causar dúvida. A ampliação do universo de ativos passível de investimento pelo fundo cujas cotas sirvam de lastro aos BDR, se considerada adequada, poderia ser feita pela previsão de regras próprias sobre o tema. Note-se, no entanto, que essa medida não se mostra necessária, uma vez que os arts. 58 e seguintes,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

que tratam da carteira do fundo de índice e impõem restrições aos ativos que podem integrá-la, não se aplicam a fundos cujas cotas sejam lastro de BDR.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

2.3.3. Inaplicabilidade da Instrução CVM nº 332, de 2000

As mudanças pertinentes à emissão de BDR com lastro em cotas de fundos de índice negociados no exterior foram refletidas na Minuta por meio de propostas de alteração à Instrução CVM nº 359, de 2002, inclusive, quando pertinente, por meio da reprodução de comandos análogos aos existentes na Instrução CVM nº 332, de 2000.

Blackrock sugere a inclusão de dispositivo afastando expressamente a incidência da Instrução CVM nº 332, de 2000. Em sentido diverso, ANBIMA propõe incluir na Instrução CVM nº 332, de 2000, uma previsão de sua aplicação subsidiária à Instrução nº 359, de 2002.

Os dispositivos acrescidos à Instrução CVM nº 359, de 2002, foram previstos para serem aplicados autonomamente, isto é, sem a necessidade de recorrer ao conteúdo da Instrução CVM nº 332, de 2000. De fato, os comandos da Instrução CVM nº 332, de 2000, cujo conteúdo foi considerado pertinente para BDR lastreados em cotas de fundos de índice negociadas no exterior foram expressamente reproduzidos na Instrução CVM nº 359, de 2002.

A menção a uma aplicação subsidiária pode induzir a uma interpretação em outro sentido, segundo a qual a Instrução CVM nº 359, de 2002, deva ser suplementada pela Instrução CVM nº 332, de 2000, sempre que com ela não estiver em direta contradição.

Já o afastamento expresso da incidência da Instrução CVM nº 332, de 2000, como sugerido por Blackrock, não foi considerado necessário. A mera existência de um regramento próprio sobre BDR lastreados em cotas de fundos de índice negociados no exterior já afasta eventuais dúvidas nesse sentido. Além disso, a limitação da abrangência da Instrução CVM nº 332, de 2000, a companhias abertas e assemelhadas, conforme previsto em sua ementa, reforça a inaplicabilidade dessa Instrução a cotas de fundos de índice.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

2.3.4. Ajuste de nomenclatura (art. 74-A da Minuta)

A Minuta usa os termos “cotas” e “administrador do fundo” para se referir a frações ideais de um fundo de índice negociado no exterior e ao representante legal deste veículo.

Blackrock aponta que tal nomenclatura pode não abarcar as formas de organização de fundos em outras jurisdições, que podem ter a forma de **trusts** ou companhias de investimento e ter como representantes legais gestores ou outros prestadores de serviço.

Diante disso, sugere a substituição desses dois termos ao longo da norma por outros mais abrangentes ou então a definição em norma dessas expressões de modo mais amplo. ANBIMA apresenta propostas com a mesma fundamentação e o mesmo objetivo.

As sugestões foram consideradas pertinentes e a versão final da norma foi ajustada, por meio de novos incisos acrescidos ao art. 74-A, com objetivo de refleti-las.

2.3.5. Anuência do administrador do fundo de índice estrangeiro (art. 74-C)

A Minuta prevê que a instituição depositária deve obter a concordância do administrador do fundo de índice estrangeiro cujas cotas sirvam de lastro para a emissão de BDR em relação ao programa de BDR.

Traçando um paralelo com o conceito de BDR não patrocinado previsto na Instrução CVM nº 332, de 2000, B3 aponta que a concordância do administrador do fundo não deveria ser exigida, mesmo porque isto não agregaria segurança adicional ao produto.

Nesse sentido, o participante ressalta que: (i) os fundos estrangeiros estão submetidos aos processos de registro perante seus reguladores nos países de origem, devendo cumprir os requisitos fixados, especialmente com relação à disponibilização de informações; e (ii) a instituição depositária emissora dos BDR está sujeita a responsabilidades e obrigações perante a CVM, tal como ocorre em relação aos BDR lastreados em ações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A anuência do administrador do fundo com a emissão dos BDR e com o fornecimento das informações previstas na norma mitiga riscos jurídicos da estrutura adotada. Trata-se de medida importante em um contexto em que os investidores, e a própria CVM, terão meios mais limitados de interação com o próprio administrador.

Portanto, a sugestão não foi aceita.

2.3.6. Jurisdição do mercado de origem (art. 74-B)

Pela redação da Minuta, BDR devem ser lastreados em cotas de fundos de índice custodiadas em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.

Teva Indices comenta que essa exigência não impede que um fundo de índice localizado em tal jurisdição invista em ativos de países que não atendam a estes mesmos critérios. Isto daria margem a arbitragens regulatórias e à exposição de investidores brasileiros a ativos fora do alcance da CVM. Por isso, o participante sugere incluir limitação aplicável aos ativos em que o fundo de índice no exterior poderá investir.

A norma não busca impedir a existência de BDR lastreados em cotas de fundos de índice no exterior que, em linha com suas estratégias usuais de investimento, possuam parcela de seus ativos em um terceiro país, mesmo que esse país não tenha celebrado acordo de cooperação com a CVM ou seja signatário do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.

Não se espera que situações de fundos criados para escapar da incidência das regras previstas na norma, como sugeridos pelo participante, sejam comuns e, quando detectadas, deverão ser analisados caso a caso, inclusive à luz de normas que vedam operações ilícitas e fraudulentas.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.3.7. Dever de reproduzir informações divulgadas no país de origem (art. 74-H, caput)

Nos termos do **caput** do art. 74-H, conforme proposto pela Minuta, a “instituição depositária deve divulgar, no Brasil, até a abertura das negociações dos BDR no dia seguinte, todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação seja obrigatória em seu país de origem”. Segue-se a esse comando o § 1º do mesmo artigo com a previsão de que a instituição depositária “deve ainda manter página na rede mundial de computadores em que constem [diversas informações enumeradas nos incisos I a XXIII]”.

B3 entende necessário esclarecer se os diversos incisos do § 1º são uma lista exemplificativa das informações do **caput** ou se tais informações são adicionais em relação às previstas no **caput**.

A redação do dispositivo deixa claro que a instituição depositária deve divulgar todas as informações a respeito do fundo cuja divulgação no país de origem e, adicionalmente, aquelas previstas no § 1º. Nenhum esclarecimento adicional em norma foi considerado necessário.

2.3.8. Modo de disponibilização das informações pela instituição depositária (art. 74-H, § 1º)

A Minuta impõe à instituição depositária o dever de divulgar informações sobre o fundo.

Considerando que muitas vezes estas informações são prestadas pelos administradores e gestores dos fundos em página na internet, B3 sugere prever em norma que nesses casos a instituição depositária possa cumprir sua obrigação pela remissão a tal página, caso seu conteúdo esteja disponível em português. ANBIMA apresenta sugestão similar.

A sugestão foi considerada pertinente e a versão final da norma foi ajustada para refleti-la.

2.3.9. Divulgação de informações sobre índices de referência (art. 74-H, § 1º, V)

Nos termos da Minuta, só podem ser usadas como lastro para emissão de BDR cotas de fundos de índice cuja metodologia completa de cálculo seja disponibilizada de forma gratuita na internet,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

inclusive no que diz respeito a composição, pesos dos ativos, critérios e frequência de rebalanceamento e demais parâmetros necessários para sua replicação.

Ainda de acordo com a Minuta, a instituição depositária deve divulgar, dentre outras informações, a descrição do índice de referência ao qual sua política de investimento esteja associada, “incluindo sua metodologia de cálculo, critérios de seleção e exclusão de ativos que o compõem, a frequência do rebalanceamento e seus custos, alterações de metodologia e composição previamente estabelecidas pelo provedor de índice, bem como sua composição atualizada”.

Alguns participantes apontam que tais exigências divergem das práticas internacionais e podem inviabilizar os BDR lastreados em cotas de fundos de índice.

Blackrock indica que, em outras jurisdições, o representante legal de um fundo de índice no exterior não é normalmente responsável pela divulgação desses dados e que, se a CVM entender necessário que sejam divulgados, deve permitir que isso ocorra por meio de **hyperlink** à página do provedor de índice, ainda que a instituição depositária permaneça responsável pela disponibilidade de seu conteúdo.

Além disso, vários participantes alegam que algumas das informações exigidas pela norma costumam ser prestadas no exterior pelos provedores de índice somente a título oneroso, como parte das atividades comerciais por eles desenvolvidas. Assim, a exigência de que tais informações sejam mantidas disponíveis na internet pode inviabilizar o relacionamento com estes agentes.

Blackrock sugere que haja divulgação somente da carteira dos fundos, o que já seria bastante para suprir a necessidade do investidor em saber no que está investindo e estaria em linha com as práticas internacionais. Nesse sentido, o participante propõe que a divulgação de metodologia de cálculo, critérios de inclusão e exclusão de ativos etc. só sejam objeto de exigência de divulgação no Brasil caso também o sejam no país de origem do fundo de índice.

Na mesma direção, S&P DJI registra que divulga as metodologias de índices que provê, o que abrange o objetivo, a fórmula de cálculo e regras para momentos de disrupção, dentre outras informações. Além disso, os gestores dos fundos divulgam em tempo real a composição de seus portfólios. Por isso, a divulgação de dados relacionados ao índice subjacente não seria necessária.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O participante expressa preocupação com a exigência de divulgação dos componentes, pesos e outras informações necessárias para replicação do índice, que envolve propriedade intelectual valiosa, usualmente licenciada por meio de assinaturas e pagamentos de taxas. S&P DJI destaca também preocupação similar relacionada aos dados que os próprios fornecedores de índices contratam junto a terceiros e que também não podem ser divulgados, nos termos dos contratos usualmente celebrados.

Diante disso, S&P DJI sugere que, caso a CVM mantenha a exigência de divulgação de dados relacionados a um índice subjacente, considere fazê-lo limitando a periodicidade e o conteúdo dos dados a serem tornados públicos.

Também indicando questões relacionadas a estratégia e confidencialidade, ANBIMA pondera que provedores de índices não costumam divulgar a composição atualizada da carteira do índice, de modo que seria conveniente adotar uma defasagem de três meses para divulgação da carteira do índice.

As ponderações feitas pelos participantes foram consideradas pertinentes e refletidas na norma por meio de ajustes que asseguram uma defasagem de ao menos três meses na divulgação da composição, dos pesos dos ativos financeiros e de outros parâmetros que permitam a replicação.

De modo a evitar assimetrias em desfavor dos fundos de índice locais, não apenas o art. 74-H, § 1º, V, foi alterado, como também o foram os art. 2º, § 3º, e 39, XVII, e §§ 6º e 7º, todos da Instrução CVM nº 359, de 2002.

A Minuta também previu, no art. 74-H, § 1º, XV, a necessidade de divulgação dos pagamentos de remuneração à instituição proprietária do índice, incluindo cópia integral do contrato celebrado.

Quanto a esse ponto, Blackrock pondera que é comum que gestores de fundos arquem com despesas de licenciamento de índice, sem repassar custos aos cotistas, e muitas vezes ao amparo de contratos “guarda-chuva” que abarcam licenças para vários veículos de investimento e sob diferentes condições comerciais. Por isso, e também porque na prática internacional esse tipo de exigência não é comum, o participante acredita que a medida não será benéfica aos investidores e propõe sua exclusão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

S&P DJI indicou forte preocupação em relação a esse tema, devido à natureza proprietária e confidencial das informações referidas. O participante indica que licencia índices para uso em produtos financeiros que variam conforme circunstâncias específicas do relacionamento com clientes, a complexidade do índice, fontes de dados necessárias etc.

Divulgar tais informações não estaria em linha com a praxe internacional e traria uma desvantagem competitiva aos provedores de índices capaz de inviabilizar a concessão de licenças, sem nenhuma proteção adicional aos investidores: as taxas pagas pelos investidores não são direcionadas a esses provedores, que são apenas um dentre vários prestadores de serviços ao fundo; tais fundos, por sua vez, já divulgam seus custos e despesas relevantes aos investidores.

B3 compartilha as mesmas preocupações, contudo apresenta como proposta a publicação do contrato de licenciamento de forma resumida, como praticado pela Securities and Exchange Commission nos EUA.

As sugestões foram consideradas pertinentes e motivaram alterações no art. 74-H, § 1º, XV.

Além de suprimir a exigência de divulgação da íntegra do contrato, a redação esclarece que é necessária apenas uma divulgação qualitativa dos componentes da remuneração paga ao provedor de índice, o que permite a identificação pelos investidores de eventuais conflitos de interesses, sem comprometer os interesses comerciais legítimos das partes envolvidas.

Note-se que, novamente, de modo a mitigar o risco de potenciais assimetrias, os ajustes se refletiram também no art. 39, XIV.

2.3.10. Composição da carteira (art. 58)

O art. 58 da Instrução CVM nº 359, de 2002, trata da carteira do fundo de índice e, dentre outras disposições, estipula que o fundo deve manter 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio aplicado em ativos financeiros que integrem o índice e em posições líquidas compradas em contratos futuros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No entanto, em casos concretos ocorridos no passado, a CVM concedeu dispensas relacionadas a esse dispositivo, permitindo que um fundo de índice investisse em cotas de outros fundos de índice em outras jurisdições.

Apesar de reconhecer que tais dispensas possam ter sido dadas diante das condições específicas dos casos em questão, ANBIMA propõe que elas deveriam ser estendidas de maneira permanente, tanto para fundos de índice que apliquem em cotas de outros fundo de índice no exterior quanto para estruturas que possam vir a existir com base no produto alvo da Audiência Pública.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na norma.

2.3.11. Tratamento de erros de aderência (art. 74-H)

A Instrução CVM nº 359, de 2002, prevê em seu art. 35 a convocação de assembleia pelo administrador nos casos de descasamentos entre a rentabilidade (ou o desvio padrão) do fundo e a do índice de referência. Frise-se que a convocação de assembleia só se torna necessária se o descasamento persistir por prazo superior ao limite que a norma estipula. No entanto, em qualquer caso, o desenquadramento deve ser divulgado, nos termos do art. 39, ou seja, de forma contínua e atualizada na página do administrador na internet.

Para fundos de índice internacionais cujas cotas venham a ser usadas como lastro de BDR, a Minuta não propõe a convocação de assembleia por parte do administrador, mas prevê que o desenquadramento seja divulgado, de modo similar ao aplicável aos fundos de índice locais.

Blackrock propõe inicialmente o esclarecimento na norma de que os “períodos de cura” previstos no art. 35 também se aplicam aos BDR lastreados em fundos de índice.

Além disso, acrescenta que como esses fundos não estão ordinariamente buscando observar os limites que a Instrução CVM nº 359, de 2002, prescreve, o termo “desenquadramento” não seria apropriado. Para o participante, também seria importante considerar que tais fundos têm uma exposição mais variada a ativos, de modo que fatores como diferenças de fuso horário, por exemplo, podem levar a erros de aderência pontuais, sem que isso signifique uma menor qualidade de sua gestão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Tendo isso em vista, mas por outro lado buscando propiciar a transparência almejada pela Minuta, Blackrock sugere que na hipótese de “ultrapassagem” dos limites previstos no art. 35, seja divulgado fato relevante, indicando o número de dias desde o início de tal situação, de modo que os investidores possam tomar as medidas que entenderem adequadas.

ANBIMA também sugere a divulgação de fato relevante em função do desenquadramento, devendo tal divulgação ocorrer imediatamente após a verificação do descolamento em relação ao limite previsto.

B3 acrescenta a informação de que, no mercado americano, não se exige dos administradores ou gestores dos fundos de índice a publicação de dados sobre erros de aderência. Consequentemente, a instituição depositária no Brasil pode vir a encontrar-se sem fonte confiável para replicar tal informações.

Desse modo, o participante sugere que essa informação só seja exigida da instituição depositária no Brasil “quando for possível a sua divulgação”.

Em contraposição aos demais participantes, Teva Indices entende haver um tratamento assimétrico entre fundos locais e estrangeiros: enquanto, para os locais, o descumprimento ao art. 35 enseja obrigação do administrador de convocar uma assembleia às suas expensas e em 15 (quinze) dias – podendo nela ser deliberada a sua substituição –, no caso dos fundos internacionais, a questão seria tratada apenas como informacional. Em seu entendimento, esta situação exemplifica uma perda de direito dos investidores de fundos de índice.

A previsão da assembleia geral como foro para decisão dos cotistas sobre matérias relevantes não está necessariamente presente em outras jurisdições, as quais, por outro lado, podem contar com outros mecanismos de proteção a investidores que não existem no Brasil. A CVM não identifica necessidade de adaptação da regra em relação a essa potencial assimetria em particular, dada as diferentes abordagens regulatórias entre jurisdições.

No entanto, a CVM considera importante a informação sobre erros de aderência e, por isso, a sugestão de condicionar essa informação à existência de obrigação análoga no exterior não foi acolhida. Sobre esse ponto, a redação foi ajustada para esclarecer que a divulgação é imediata e,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

portanto, independe de eventual readequação aos limites previstos no art. 35 dentro dos respectivos “períodos de cura”.

Tampouco foi aceita a sugestão de referir-se ao erro de aderência por outro termo que não “desenquadramento”, que já é utilizado no restante da norma e é de assimilação mais direta pelos investidores.

Por fim, a sugestão de prever a divulgação sob a forma de fato relevante não foi acatada, pois os fundos terão seus próprios regimentos sobre divulgação de fatos relevantes em suas jurisdições originais, cabendo à instituição depositária apenas assegurar a reprodução das informações no Brasil, nos termos do **caput** do art. 74-H. Frise-se que assim se mantém tratamento análogo ao aplicável aos fundos de índice locais, dos quais tampouco se exige a divulgação de fato relevante, sendo o desenquadramento divulgado nos termos do art. 26, III, “c” e do art. 39, XXV, “e”, da Instrução CVM nº 359, de 2002.

2.3.12. Disponibilização de informações em português (art. 74-H, § 6º, I)

Para que BDR lastreados em cotas de fundos de índice no exterior sejam passíveis de negociação por investidores que não se enquadrem no conceito de investidor qualificado, as diversas informações cuja divulgação é prevista na Minuta devem ser divulgadas em português.

Blackrock concorda com a divulgação de informações em português, porém considera que a necessidade de tradução quase simultânea de todo o conjunto de informações exigidas pode tornar o produto comercialmente inviável.

Por isso, propõe a divulgação em português de um documento análogo à lâmina de informações essenciais, conforme previsão da Instrução CVM nº 555, de 2014, em substituição à tradução do regulamento. Alternativamente, sugere que sejam indicadas informações específicas do prospecto dos fundos para que constem no documento descritivo a ser divulgado em português.

De modo similar, ANBIMA aponta que a tradução de informações é factível, mas a simultaneidade representa um empecilho prático importante. Por essa razão, sugere prazo mais elástico para essas traduções, permanecendo, no entanto, a necessidade de divulgação imediata das informações no idioma original.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Siqueira Castro aponta a necessidade de tradução das informações previstas na Minuta como uma grande dificuldade operacional, porém registra que, por mais que isso onere o produto, é uma medida adequada à conscientização dos riscos do produto pelo investidor comum.

Pelos motivos já apresentados neste relatório, a CVM concorda com os participantes que o ônus de tradução tende a ser significativo e os benefícios trazidos aos investidores em geral, embora ainda persistam, são menos intensos do que já foram no passado.

Por outro lado, também é importante considerar que o ônus tende a ser menor para fundos de índice do que para outros emissores, tendo em vista que aqueles tendem a produzir uma menor quantidade de informações periódicas em formato de texto.

Diante disso, e considerando as manifestações recebidas na Audiência Pública, que preponderantemente atestaram a viabilidade de tradução, desde que sob condições menos onerosas no que tange à quantidade de informações e ao prazo de sua disponibilização, a CVM optou por acatar a sugestão formulada por ANBIMA.

Assim, a norma foi ajustada para prever prazo adicional de 5 (cinco) dias para divulgação em português, sem prejuízo da divulgação imediata da informação no idioma original.

2.3.13. Volume de negociação e valores médio e de fechamento das cotas (art. 74-H, § 1º, VIII)

A Minuta prevê a necessidade de divulgação de tabela comparativa entre o volume diário negociado das cotas do fundo e do índice de referência.

Blackrock aponta que essa informação pode ser de difícil agregação para apresentação ao investidor no caso de fundos de índice no exterior porque (i) as cotas do fundo e os ativos integrantes de sua carteira são, em alguns casos, negociados em diferentes entidades administradores de mercado; e (ii) esta informação não é exigida por reguladores externos e, conseqüentemente, os representantes legais dos fundos de índice internacionais não a agregam.

Por isso, o participante sugere que a exigência dessa informação seja condicionada à existência de demanda regulatória similar na jurisdição de domicílio do fundo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

B3 levanta questão similar com relação à divulgação dos valores médio e de fechamento das cotas. Em primeiro lugar, estes não são dados divulgados pelos gestores dos fundos de índice, logo as instituições depositárias teriam que contratar serviços junto a **vendors** globais para provê-lo. Além disso, esse dado pode gerar dúvidas para o investidor em relação ao preço do BDR, pois o produto será negociado no Brasil e terá sua formação de preço no mercado secundário independentemente do mercado estrangeiro.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na versão final da norma.

Foram também excluídas exigências sobre (i) valor de ágio ou deságio da negociação das cotas em relação ao volume médio do índice e (ii) volume diário do índice de referência. Assim como nos casos indicados pelos participantes, tais informações foram consideradas de custo desproporcional ao seu benefício. No primeiro caso, isso se deve à complexidade da informação e, no segundo, por ser informação de interesse dos participantes do mercado primário de cotas, que possuem outros meios de obtenção desses dados.

Note-se que os ajustes envolveram não apenas o art. 74-H, § 1º, VIII, mas também o art. 39, XXV, com objetivo de manter a similaridade entre informações a serem prestadas pelos fundos locais e por aqueles cujas cotas serão o lastro dos BDR.

2.3.14. Uso de derivativos (art. 74-H, § 1º, XIV)

A Minuta prevê obrigação de divulgação da possibilidade de celebração de contrato de **swap** envolvendo a diferença entre a rentabilidade do fundo e do índice de referência. Essa previsão reproduz exigência similar aplicável aos fundos de índice locais, para os quais se exige ainda que o contrato seja previamente aprovado pela CVM, divulgado na íntegra e registrado em entidade administradora de mercados organizados.

Blackrock pondera que a restrição regulatória aplicável aos fundos de índice regidos pela Instrução CVM nº 359, de 2002, é bastante específica em conexão com o tipo de instrumento derivativo em questão, sendo uma peculiaridade local.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para o participante, o uso excessivo de derivativos já é coberto pela vedação de fundos de índice sintéticos; além disso, a divulgação da carteira do fundo já daria a dimensão exata da parcela do portfólio do fundo alocada em derivativos.

Assim, o participante propõe substituir a obrigação de divulgação da possibilidade de celebração do contrato específico de **swap** previsto na norma por uma obrigação de divulgar a possibilidade de celebração de qualquer contrato derivativo, se for o caso.

Ainda que a previsão normativa de divulgação de contrato de **swap** com as características específicas nela descritas possa ser peculiar no mercado local, não há indicação de impacto significativo adverso dela decorrente.

Além disso, um tratamento mais abrangente da celebração de contratos derivativos pelos fundos de índice está fora do escopo desta Audiência Pública. O tema levantado pelo participante poderá ser revisitado futuramente, em reforma mais ampla das regras aplicáveis a fundos de índice.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

2.3.15. Voto

Blackrock comenta sobre a ausência de um dispositivo que reproduza, para os fundos de índice cujas cotas sirvam de lastro para emissão de BDR, uma previsão de teor similar ao art. 10 da Instrução CVM nº 332, de 2000.

O dispositivo referido pelo participante prevê que o direito de voto das ações que servem de lastro para o programa de BDR deve ser exercido pela instituição depositária na forma instruída pelos titulares de BDR sempre que os contratos relativos ao programa permitam, ou no melhor interesse dos titulares de BDR, quando tais contratos impeçam o voto por eles instruído.

O participante considera um dispositivo nesses moldes importante pelos seguintes motivos:
(i) prevenir dúvidas sobre a obrigação da instituição depositária de viabilizar que o investidor local possa defender seus interesses econômicos e políticos participando das decisões relevantes relativos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ao ativo internacional; e (ii) impedir a incidência de limitações, previstas em algumas jurisdições, ao tamanho dos programas de BDR que não contemplem disposição de tal teor.

Teva Indices também comenta a ausência de dispositivo referente ao exercício de voto, apontando que, por um lado, a tendência seria a instituição depositária manifestá-lo no melhor interesse dos titulares de BDR, mas, por outro lado, nos termos do art. 30 da Instrução CVM nº 359, de 2002, é direito direto e pessoal do cotista votar em assembleia do fundo sobre diversos assuntos, como demonstrações financeiras, alterações de regulamento, aumento da taxa de administração etc.

As sugestões foram consideradas apropriadas e um novo dispositivo (art. 74-T) foi acrescentado à Instrução CVM nº 359, de 2000.

2.3.16. Responsabilidade pelo material publicitário (art. 74-J)

A Minuta regula o material publicitário referente ao fundo e aos BDR, estabelecendo vedações quando ao seu conteúdo e prevendo a possibilidade de retificações determinadas pela CVM. No entanto, não há identificação de uma entidade responsável pelo cumprimento do dispositivo. ANBIMA sugere que tal responsável seja indicado na norma.

Os arts. 74-J a 74-O da Minuta reproduzem disposições similares existentes nos art. 45 e seguintes da Instrução CVM nº 359, de 2002, inclusive quanto à ausência de identificação de um responsável isoladamente. Qualquer agente que promova a divulgação de material publicitário referente ao fundo deve fazê-lo em consonância com essas regras.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

2.3.17. Propostas de alteração à Instrução CVM nº 555, de 2014

A Instrução CVM nº 555, de 2014, prevê que fundos de ações que adotem em seu nome a designação “Ações – BDR Nível I” têm um tratamento diferenciado no tocante ao investimento em BDR. Destacam-se, neste sentido, (i) a permissão para que os BDR Nível I sejam computados no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

limite de 67% de exposição em ativos financeiros de renda variável e (ii) a dispensa a limites de concentração por emissor.

Note-se, entretanto, que um fundo de ações “sem sufixo” pode adquirir ações diretamente no exterior, as quais também são computadas como exposição a ativos de renda variável e tampouco se sujeitam a limites de concentração por emissor.

Em 07.11.2019, IP encaminhou à CVM uma consulta na qual chamava atenção para o que entende caracterizar duas assimetrias da regulação decorrentes da situação acima descrita. A primeira envolve os fundos de ações: os fundos “sem sufixo” estariam sendo incentivados a adquirir ações diretamente no exterior, preterindo o possível investimento em BDR Nível I. A segunda diz respeito aos fundos multimercado, que teoricamente deveriam poder valer-se das mesmas prerrogativas dos fundos de ações no tocante ao investimento em BDR Nível I, notadamente o acréscimo do sufixo “BDR Nível I” em seu nome.

A SIN manifestou-se favoravelmente quanto ao mérito da consulta, porém entendeu que a matéria demandava reforma normativa e, por essa razão, remeteu o processo à SDM, onde se encontra atualmente.

Na presente Audiência Pública, IP retoma as matérias objeto de sua manifestação anterior, ponderando que elas se mostram mais pertinentes em vista das propostas para novos ativos que servirão como lastro a BDR. Nesse sentido, estendendo as sugestões de sua consulta original, diante da possibilidade de BDR lastreados em outros ativos, o participante sugere o conjunto de mudanças na Instrução CVM nº 555, de 2014 sintetizado a seguir.

Em primeiro lugar, fundos que empregassem o sufixo “BDR” poderiam incluir BDR Nível I, BDR ETF, BDR Dívida e cotas de outros fundos que usem o mesmo sufixo “BDR” nos limites de ativos financeiros domésticos. Note-se que os conceitos de BDR ETF, BDR Dívida etc. seriam definidos na norma, conforme o respectivo lastro desses certificados.

Em segundo lugar, o art. 115, § 1º, I, “d”, seria modificado para prever que não só os BDR Nível II e III, mas também os de Nível I seriam computados no limite de 67% (sessenta e sete por cento) de exposição a ativos de renda variável a ser observado pelos fundos de ações. Isso ocorreria independentemente da adoção do sufixo “Ações – BDR Nível I”, conforme previsão do § 3º do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mesmo artigo, o qual seria revogado. Seria também revogado o § 4º deste dispositivo, que dispensa a observância de limites de concentração por emissor para esses fundos.

Em terceiro lugar, fundos multimercados poderiam adquirir cotas de fundos que usassem o sufixo “BDR” sem observar limites de concentração por emissor, como já ocorre com fundos “Renda Fixa – Dívida Externa”, nos termos do art. 117, § 1º.

Por seu turno, ANBIMA, novamente indicando preocupação em reduzir possíveis assimetrias que estariam sendo criadas, propõe que fundos de investimento no exterior possam ser ofertados a investidores de varejo.

Embora não se refira especificamente a alterações na Instrução CVM nº 555, de 2014, Teva Indices observa que, tendo a CVM inovado em relação a suas decisões anteriores ao flexibilizar o acesso a fundos de índice no exterior pela via dos BDR, “seria igualmente vantajoso aos investidores a flexibilização por parte da CVM de forma permanente as regras de oferta de ETFs de ativos de outras jurisdições a todos os tipos de investidores”.

Como mencionado anteriormente, a presente reforma é mais um estágio no processo de gradual ampliação dos meios à disposição de investidores para acesso a ativos internacionais.

Uma eventual adaptação de regras de composição de carteira dos fundos de investimento regidos pela Instrução CVM nº 555, de 2014, na linha das sugestões recebidas, pode ser um passo posterior desse processo. Existem múltiplas formas possíveis para as mudanças que podem ser feitas na Instrução CVM nº 555, de 2014, sendo a indicada pela IP apenas uma delas. Por isso, é importante que tais alterações sejam objeto de discussões específicas com participantes do mercado, o que não foi o foco da presente Audiência Pública.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas no contexto desta reforma regulatória, sendo mais conveniente e oportuno o seu aproveitamento no escopo das alterações discutidas no âmbito da Instrução CVM nº 555, de 2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.3.18. Revogações de exigências de informações

A Minuta contém dispositivo que revoga diversos incisos do art. 39 da Instrução CVM nº 359, de 2002, nos quais estão elencadas informações que devem ser mantidas pelo administrador em página na rede mundial de computadores.

Teva Indices entende que tal modificação foi feita para acomodar BDR lastreados em cotas de fundos de índice negociadas no exterior e implica exclusão de informações essenciais que deveriam ser mantidas, como: (i) regulamento do fundo e outras normas legais pertinentes; (ii) principais direitos e responsabilidades dos cotistas e do administrador; (iii) política de investimento, público alvo, metas e objetivos de gestão e (iv) atualização diária da quantidade de valores mobiliários objeto de operações de empréstimo.

As revogações referidas pelo participante refletem posicionamento da CVM de que, mesmo para os fundos de índice nacionais, as informações não são necessárias para a decisão do investidor ou já se encontram refletidas em outros documentos.

2.3.19. Procedimentos de registro dos programas (art. 74-P)

A Minuta prevê que o pedido de registro de programas de BDR lastreados em cotas de fundos de índice no exterior deve ser endereçado à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN).

Em relação aos ritos, prazos e procedimentos, a Minuta faz referência à oportunidade de suprir vícios sanáveis, mas não à possibilidade de, após a primeira análise por parte da CVM, ser enviado ofício de exigências a serem atendidas.

Sobre esses dois pontos, Stocche Forbes questiona (i) se a apreciação dos pedidos de registro de programa não deveria ser efetuada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), isoladamente ou em conjunto com a SIN; e (ii) se os procedimentos e prazos previstos nos art. 9º e 10 da Instrução CVM nº 400, de 2003, são aplicáveis aos pedidos de registro de programas de BDR.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A distribuição interna na CVM das competências relacionadas ao registro do programa levou em consideração a natureza do ativo financeiro e a atual divisão de atribuições entre os componentes da Autarquia.

Quanto à aplicabilidade de procedimentos previstos nos art. 9º e 10 da Instrução CVM nº 400, de 2003, a sugestão resta prejudicada pela previsão de que os programas serão objeto de registro automático mediante o protocolo dos documentos e informações especificados.

A decisão em favor do registro automático considerou, preponderantemente, as restrições hoje existentes quanto aos índices admissíveis; o fato de que a maior parte dos fundos de índice segue estratégias passivas de investimento; e, ainda, o exame de admissibilidade que deve ser realizado pela entidade de mercado organizado que aprovar a negociação do índice. Considerando tais fatores, a CVM concluiu que, à luz do Decreto 10.178, de 18 de dezembro de 2019, a autorização em tela possui um risco médio e deve se submeter a um rito de registro automático.

2.3.20. Códigos ISIN

Morningstar comenta que a adoção do código ISIN – **International Securities Identification Number** – é necessária para que investidores possam acompanhar as posições de seus investimentos.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na norma (art. 74-B, § 4º), no que diz respeito à identificação das cotas de fundos de investimentos.

2.4. BDR lastreados em títulos de dívida

2.4.1. Comentários gerais

A Minuta contém propostas de alterações a algumas Instruções, notadamente à Instrução CVM nº 480, de 2009, com objetivo de permitir que BDR tenham como lastro títulos de dívida. No Edital de Audiência Pública, a CVM solicitou comentários específicos sobre esse ponto, em especial no tocante a outros obstáculos que a regulamentação indiretamente imponha à emissão de tais BDR.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ABFintechs comenta que não há obstáculos regulamentares para a emissão de BDR com lastro em valores mobiliários representativos de dívida e que a mudança promovida pela CVM é benéfica e atende uma demanda antiga no mercado. Empiricus e Vitreo expressam concordância com as mudanças indicadas no Edital de Audiência Pública.

Siqueira Castro compartilha a opinião de que não há maiores entraves normativos para operacionalização dos BDR lastreados em valores mobiliários diversos de ações, porém expressa preocupação com contratos de investimento coletivo, que em sua opinião dão espaço a que ativos de risco muito alto e baixa qualidade tornem-se aptos a lastrear BDR. Ainda segundo Siqueira Castro, a CVM deve ser flexível na análise da adequação de cada tipo de instrumento de dívida estrangeira, pois não são todos os casos que permitem uma identificação integral entre os instrumentos de captação nacionais e estrangeiros.

A Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia recomendou cautela e uma análise mais profunda sobre esse tópico, pois se trata de um produto financeiro extremamente complexo e pouco difundido nos mercados internacionais.

Outros participantes identificaram obstáculos específicos, abordados em outros subitens desta seção do relatório.

A CVM optou por manter a previsão de emissão de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida, porém levou em conta as ponderações dos participantes em prol de medidas mais restritivas. Essas ponderações se refletiram na rejeição de algumas propostas específicas, descritas a seguir, que buscavam permitir uma flexibilidade ainda maior para a emissão de BDR lastreados em outros ativos financeiros.

2.4.2. Emissores sob forma diversa de companhia aberta

ANBIMA sugere ajustes para acomodar a possibilidade de BDR lastreados em títulos de dívida emitidos por agentes que não sejam companhias abertas ou assemelhadas.

B3 comenta que a Minuta não permite BDR lastreados em títulos da dívida soberana emitidos por jurisdições estrangeiras (não apenas por o emissor não ser companhia aberta, mas por o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

instrumento de dívida não ser valor mobiliário) e sugere que a CVM considere a inclusão dessa possibilidade na norma.

A CVM não considera oportuno cumular a permissão a que outros valores mobiliários sirvam de lastro aos BDR com o movimento de expansão dos possíveis emissores desses valores mobiliários. A possibilidade de emissores organizados sob forma diversa de companhia aberta ou assemelhada pode ser considerada futuramente e em vista dos resultados da reforma ora levada a efeito.

Portanto, as sugestões não foram acolhidas.

2.4.3. Sede no exterior

ANBIMA entende que, diante das demais inovações propostas pela CVM, a exigência de que emissores tenham sede no exterior para que possam emitir BDR lastreados em títulos de dívida não mais se justifica.

Ao contrário do que ocorre com ações, emissores sediados no Brasil comumente acessam diretamente o mercado internacional de dívidas, sem que precisem constituir sociedades no país onde os recursos são captados.

Não seria desejável que a regra incentivasse a constituição de sociedades no exterior apenas para possibilitar a investidores locais o acesso a BDR – isto não seria benéfico ao investidor local ou aos órgãos de fiscalização e controle, além de tornar mais complexo um eventual processo de execução da dívida, uma vez que a sociedade devedora não seria a titular da maior parte dos ativos e receitas.

Por isso, o participante propõe a exclusão desta exigência ou, subsidiariamente, o esclarecimento de que a sede do emissor será o “local de incorporação da sociedade”.

B3 também sugere que a CVM avalie a possibilidade de permitir BDR lastreados em títulos de dívida emitidos por emissores sediados no Brasil.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Conforme descrito no subitem a seguir, a norma passa a admitir a emissão de BDR lastreados em títulos de dívida mesmo nos casos em que o emissor tenha ativos ou receitas preponderantemente do Brasil.

Diante desse movimento, a exigência de que a sede do emissor esteja localizada no exterior não se justifica. Tal exigência apenas induziria a realização de emissões por meio de subsidiárias estrangeiras de emissores nacionais, com potenciais reduções do alcance das atividades de supervisão da CVM e do conjunto de informações disponíveis a investidores locais.

Desse modo, a sugestão foi acolhida e refletida na norma (art. 1º, II, do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480, de 2009, e art. 4º, § 2º, da Instrução CVM nº 332, de 2000).

Vale ainda destacar que a permissão para que títulos de dívida emitidos no exterior sejam lastro de BDR negociados no mercado de capitais brasileiro concretiza a possibilidade a que se refere o art. 73, § 4º, da Lei 6.404, de 1976.

2.4.4. Localização dos ativos e receitas

ANBIMA considera que, no caso de BDR lastreados em ativos de dívida, a exigência de que os ativos e receitas estejam majoritariamente localizados no exterior não se justifica, sendo suficientes os requisitos aplicáveis ao ambiente de negociação e ao país em que tal ambiente está situado.

Tais requisitos a que se refere o participante estão relatados no tópico seguinte deste relatório. Por ora, trata-se especificamente da exigência da Minuta sobre a localização dos ativos e receitas, em relação à qual ANBIMA considera que os objetivos visados – a potencial perda de relevância do mercado e a redução de proteção a investidores residentes no Brasil – não se aplicam ou encontram-se bastante mitigadas nos casos de títulos de dívida.

Em primeiro lugar, a escolha pelo mercado brasileiro ou estrangeiro para a emissão de dívidas se dá por razões econômico-financeiras legítimas, em função das condições de mercado vigentes e em nada interfere na aplicação da lei societária ou da estrutura administrativa da companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em segundo lugar, não haveria redução de relevância do mercado nacional, pois o mercado local estaria passando a contar com uma forma de participar da emissão que seria, de qualquer modo, feita no exterior.

Em terceiro lugar, a Lei 6.385, de 1976, permaneceria aplicável, somando-se a normas estrangeiras, cuja incidência seria decorrente do requisito de que os títulos de dívida estejam listados em bolsa de valores ou plataforma eletrônica de negociação (vide sugestão do participante no tópico seguinte).

Como comentado no Edital da presente Audiência Pública, a exigência relacionada à localização de ativos e receitas foi motivada por casos observados no passado de prejuízos a investidores nacionais causados por agentes com atividade econômica no Brasil, mas que evitaram a incidência da legislação societária nacional ao constituírem sociedades no exterior e recorrerem ao registro de emissores estrangeiros.

O espaço para condutas lesivas aos investidores, no entanto, é menor quando o investimento se dá por meio de instrumentos financeiros representativos de dívida, por diversas razões como a própria natureza da obrigação de pagar assumida pelo emissor e as diversas garantias e medidas protetivas comumente instituídas para assegurar esse pagamento.

Por essa razão, foi aceita e refletida na versão final da norma a sugestão de permitir a emissão de BDR com lastro em valores mobiliários representativos de dívida de emissores cujos ativos e receitas estejam localizados no Brasil (art. 1º, II, do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480, de 2009).

2.4.5. Ambiente de negociação dos valores mobiliários que lastreiam BDR

ANBIMA pondera que, embora haja bolsas de valores estrangeiras com ambientes de negociação para títulos de dívida, o maior volume de transações com estes ativos se dá em mercado de balcão não organizado. Além disso, pela forma como estes mercados desses ativos funcionam, apenas parte das transações são reportadas, não existindo, no entanto, dados consolidados e completos sobre o volume de negociações em cada mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim, segundo o participante, seria de difícil cumprimento a exigência de que o maior volume de negociação no mercado internacional seja uma bolsa de valores; nem mesmo seria possível assegurar que o maior volume de negociação se dê em determinado país. Sobre o mesmo ponto, B3 traz comentários de teor similar.

Por isso, ANBIMA sugere permitir a emissão de BDR lastreados em títulos de dívida listados em ambiente regulado de bolsa de valores ou em plataforma eletrônica de negociação. Ficariam mantidas as exigências de que estes ambientes (i) estejam em países cujo órgão regulador tenha celebrado acordo de cooperação com a CVM ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários e (ii) sejam supervisionadas por tais órgãos reguladores.

Adicionalmente, pelas mesmas razões relacionadas ao funcionamento dos mercados internacionais de dívida, ANBIMA propõe permitir que a instituição custodiante dos valores mobiliários que servem como lastro aos BDR seja sediada em país diverso daquele em que os valores mobiliários são negociados.

A limitação a “bolsas de valores” pode, de fato, representar um empecilho significativo nos casos de valores mobiliários representativos de dívida e não se justifica diante da previsão de que o “mercado reconhecido” deve constar em regulamento de entidade administradora de mercado a ser aprovado pela CVM.

No contexto da aprovação, a CVM pode considerar, para valores mobiliários representativos de dívida, um mercado como “reconhecido”, mesmo que não se trate de uma bolsa de valores.

Desse modo, nos termos da nova redação dada ao inciso II do **caput** e ao § 7º, ambos do art. 1º do anexo 32-I da Instrução CVM nº 480, de 2009, uma plataforma de negociação deve ter os mesmos atributos que a regra exige da bolsa de valores no exterior, ou seja, deve: (i) ter sede fora do Brasil em país cujo órgão regulador tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação ou seja signatário do memorando multilateral da Organização Internacional das Comissões de Valores; e (ii) ser classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM. Mas não é necessário que essa própria plataforma de negociação seja uma bolsa de valores.

Ademais, em linha com os comentários sobre a estrutura dos mercados de dívidas, a definição de instituição custodiante, no art. 1º, II, da Instrução CVM nº 332, de 2000, foi ajustada de modo a não mais exigir que ele esteja situado no país em que os valores mobiliários são negociados.

Todavia, também nesse caso foi mantida a exigência de sede em país cujo órgão regulador tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação ou seja signatário do memorando multilateral da Organização Internacional das Comissões de Valores.

Portanto, as sugestões foram parcialmente acolhidas.

2.4.6. Prazo adicional para divulgação de informações

Alegando dificuldade dos bancos depositários no atendimento do prazo atual (abertura do pregão do dia seguinte) para divulgar no Brasil informações que tenham sido divulgadas no país de origem do emissor, especialmente em se tratando de BDR com lastro em ativos que não sejam ações, ANBIMA sugere ampliar o prazo para a abertura do pregão do segundo dia após a divulgação da informação no país de origem.

Com a flexibilização da exigência referente à tradução, conforme já comentado anteriormente, as preocupações mencionadas pelo participante restam em grande medida atendidas, sem que seja necessário dilatar o prazo atualmente praticado pelo mercado e com isso aumentar o risco de assimetrias entre o mercado local e os mercados internacionais.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.4.7. Extensão das restrições existentes em outros países

A Instrução CVM nº 332, de 2000, prevê que, havendo restrição subjetiva ou objetiva à negociação dos valores mobiliários no país em que serão negociados, o registro da distribuição dos BDR no Brasil será concedido com as mesmas restrições.

ANBIMA antevê dificuldades com a aplicação deste dispositivo no que tange a valores mobiliários representativos de dívida, pois estes podem ser negociados em diversas jurisdições e em cada uma delas é possível haver restrições específicas quanto ao investidor com acesso ao produto, de modo a não restar caracterizada uma distribuição pública.

A reprodução, no Brasil, das restrições aplicáveis nos países de origem busca assegurar que o investidor nacional não terá um regime menos protetivo do que os investidores nos locais em que eles foram emitidos. De fato, se a regulação do local de origem de emissão reputa necessário impor restrições, a despeito da maior proximidade e familiaridade dos investidores com o emissor e o ambiente em seu em torno, seria incoerente dispensar essas restrições para o investidor brasileiro.

Eventuais dificuldades práticas ocasionadas por esta regra precisarão ser ponderadas pelos agentes de mercado ao avaliar quais ativos são aptos a serem utilizados como lastro para emissão de BDR.

Portanto, a sugestão não foi acolhida.

2.4.8. Outros ajustes à Instrução CVM nº 332

A Minuta contempla alterações a diversas normas, e notadamente à Instrução CVM nº 480, de 2009, substituindo referências a “ações”, como lastro de BDR, por menções a “valores mobiliários”, com objetivo de abranger títulos representativos de dívidas.

ANBIMA indica alterações adicionais com esse objetivo na Instrução CVM nº 332, de 2000, cabendo destacar as que seriam aplicáveis ao art. 3º, § 3º, III, IV e V, que tratam de avisos aos investidores e atas e deliberações de assembleias. Nesses casos, a substituição de, por exemplo, “assembleias de acionistas” por “assembleias de titulares de valores mobiliários que lastreiam o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

BDR” implica a desnecessidade de fornecer aos titulares de BDR informações voltadas primariamente a acionistas.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na norma.

Por fim, vale ainda registrar que a Instrução CVM nº 332, de 2000, foi modificada em seu art. 4º, § 1º, com objetivo de esclarecer, em linha com a interpretação que já prevalece a respeito desse dispositivo atualmente, que o registro de programas de BDR Nível III pressupõe o concomitante registro de oferta pública de distribuição de BDR.

Rio de Janeiro, 11 de agosto de 2020.

(Original assinado por)

ANTONIO BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado