RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 11/14 – Processo CVM nº RJ2005-2366

**Objeto:** Minuta de Instrução sobre a aprovação de programa de **Depositary Receipts** – DR.

# 

# 1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 11/2014, que recebeu comentários do público entre os dias 11 de novembro de 2014 e 23 de janeiro de 2015. A referida audiência decorreu da edição da Resolução do Conselho Monetário Nacional – CMN nº 4.373, de 29 de setembro de 2014, e pretendeu atualizar os dispositivos sobre a aprovação de programa de **Depositary Receipts** – DR, substituindo a Instrução CVM nº 317, de 15 de outubro de 1999.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários; e (iv) proposta definitiva de instrução.

Como as manifestações recebidas pela CVM durante o processo de audiência pública se encontram disponíveis na íntegra na sua página na rede mundial de computadores[[1]](#footnote-1), os comentários e sugestões enviados tempestivamente serão citados neste relatório de forma resumida.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 11/2014.

# 2. Participantes

1. ABBI – Associação Brasileira de Bancos Internacionais;
2. ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas;
3. ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
4. BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros; e
5. Lanna Ribeiro, Carneiro de Souza & Fragoso Pires Advogados (“LCCF Advogados”).

# 3. Comentários

## 3.1. Comentários à Minuta

### 

## 3.1.1 Inclusão de seção sobre definições (atual art. 1º)

BM&FBOVESPA e LCCF Advogados entendem que há termos que são importantes para a compreensão da norma e propõem que seja incluída a definição dos seguintes termos: “**depositary receipts**”, “instituição custodiante”, “instituição depositária” e “empresa patrocinadora”.

|  |
| --- |
| A CVM considerou as sugestões pertinentes e criou nova seção na versão definitiva da norma, definindo os termos indicados. |

### 3.1.2. Ativos que dão lastro à emissão de DR – art. 1º (atual art. 2º)

ABBI e ANBIMA sugerem que a norma deveria adotar uma redação mais aberta – fazendo referência à resolução emitida pelo CMN –, ao invés de indicar os ativos que, na regra atual da Resolução CMN nº 4.373, de 2014, podem lastrear emissões de DR. Essa alteração na redação conferiria maior flexibilidade, evitando a necessidade de alterações posteriores, caso a Resolução seja modificada.

|  |
| --- |
| A CVM considerou as sugestões pertinentes e a redação do dispositivo foi alterada na forma proposta pelas participantes. |

LCCF Advogados indica que a CVM, no âmbito da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, classificou as companhias abertas em duas categorias: (i) categoria A, que autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários em mercados regulamentados; e (ii) categoria B, na qual é vedada a negociação de ações e certificados de depósito de ações, bem como quaisquer outros valores mobiliários que confiram ao seu respectivo titular o direito de adquirir ações e certificados de depósito de ações, em consequência de sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes.

Nesse sentido, propõe limitar a emissão de DR lastreado em títulos de capital a emissores registrados na categoria A.

|  |
| --- |
| A sugestão foi considerada pertinente.  Embora o art. 4º do Regulamento Anexo II da Resolução CMN nº 4.373, de 2014, já determine que os ativos que servem de lastro para programa de DR devem ser negociados em mercado organizado, a proposta objetiva tornar mais claros os tipos de valores mobiliários que poderão lastrear programas de DR, considerando a categoria de registro da companhia emissora.  Assim, foram feitas alterações na redação do §1º do art. 2º para indicar o alinhamento existente entre a Instrução CVM nº 480, de 2009, e a norma em discussão. Ficou expresso que os programas de DR podem ser lastreados nos ativos previstos na Resolução CMN nº 4.373, de 2014, observada a categoria de registro em que o emissor dos valores mobiliários esteja registrado junto à CVM. |

## 3.1.3. Anuência do emissor em programa não patrocinado – art. 2º, §2º e art. 4º, §2º (atuais art. 2º, §2º e art. 5º, §2º)

A ABRASCA concorda com a posição da Minuta de que deve haver a anuência expressa da companhia para a criação de programas de DR não patrocinados.

Além do risco de surgimento de obrigações regulatórias em países estrangeiros, o lançamento de programas de DR, inclusive não patrocinados, deve estar alinhado à estratégia da companhia de crescimento e consolidação em mercados de capitais estrangeiros.

A ANBIMA, por outro lado, se manifestou contra o procedimento proposto na Minuta. A participante defende que, no âmbito do Processo CVM nº RJ 2008/10468, o Colegiado estabeleceu que a SRE deveria encaminhar ofício às companhias emissoras das ações que lastreariam programa de DR não patrocinado para o qual se requisitasse registro, solicitando manifestação quanto à restrição ou não da companhia num prazo de 15 dias úteis. Caso a companhia emissora não fizesse restrições ao programa ou não se manifestasse, o pedido seria automaticamente aprovado.

Assim, a Minuta transferiu da CVM para o custodiante ou depositário a responsabilidade de consulta à companhia, e estabeleceu o dever de obter não mais a mera não objeção do emissor do ativo, mas a anuência do mesmo.

A ANBIMA manifesta que a realização de programas de DR não patrocinados pode, efetivamente, gerar obrigações potenciais para as companhias, junto a reguladores estrangeiros, quando os programas de DR não patrocinados forem lastreados em ações, porém, de forma mitigada. Mantendo o foco no caso norte-americano, a participante cita que a Regra 12g3-2 da **Securities and Exchange Comission** (SEC) estabelece dois conjuntos de critérios para a obtenção da isenção de registro por emissores não norte-americanos, automática após as alterações de outubro de 2008.

O primeiro critério, referente à Regra 12g3-2(b), dispõe que para obter a isenção de registro basta à companhia estrangeira ter ações listadas em bolsa fora dos EUA e divulgar relatórios e informações relevantes em inglês em seu sítio na Internet, o que, em muitos casos, já é exigido pelas próprias regras de governança corporativa dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA[[2]](#footnote-2), inclusive para as companhias que ofertam suas ações no mercado norte americano.

Essa alternativa pode gerar obrigações regulatórias para a companhia por declarações falsas ou enganosas de fatos relevantes, por omissões relevantes ou por atos fraudulentos, nos termos da Regra 10b-5 da SEC, relativamente aos relatórios e às informações relevantes disponibilizadas em inglês em seu sítio. No entanto, o risco seria mitigado pelo fato de se tratarem de informações exigidas pela regulação do país em que a emissora está constituída ou pelas bolsas em que suas ações estão listadas, sendo, portanto, informações que tendem a ser elaborados sob padrões similares de diligência.

O segundo critério, disposto na Regra 12g3-2(a), que pode se aplicar às companhias estrangeiras que não tenham valores mobiliários listados em nenhuma bolsa, estabelece que a isenção se aplica caso, no ano fiscal mais recente, menos de 300 investidores norte-americanos detenham ações da companhia. Para manter este status nos anos subsequentes, o limite de 300 investidores americanos como acionistas da companhia deve ser respeitado.

A segunda alternativa pode implicar obrigações caso o número de detentores de ações da companhia cujos ativos servem de lastro para emissão de DR ultrapasse o limite imposto. A SEC, entretanto, adotou como premissa que os depositários que porventura objetivem lançar programas de DR não patrocinados devem exercer diligência apropriada, com boa-fé, para que a companhia, cujo ativo serve de lastro ao programa, seja elegível à isenção de registro. E, com efeito, consulta aos arquivos não revela nenhuma penalidade aplicada pela SEC devido à violação da Regra 12g3-2 após sua modificação em 2008.

Segundo a ANBIMA, as companhias têm mecanismos para evitar que programas indesejados venham a mercado como, por exemplo, lançar um programa de DR patrocinado, dado que a SEC não permite a coexistência de programas patrocinados e não patrocinados.

Para a participante, a exigência da anuência é restritiva frente à prática regulatória internacional e poderia colocar o mercado para os programas de DR não patrocinados de ações levados a cabo por custodiantes brasileiros em desvantagem competitiva em relação aos programas realizados por custodiantes de outras jurisdições.

Assim, a participante propõe que:

a) a concordância do emissor seja exigida somente nos programas de DR não patrocinados lastreados em ativos de renda variável, devendo a instituição custodiante realizar a consulta ao emissor sobre sua objeção ao programa, com prazo de 10 dias úteis para resposta; e

b) o pedido de aprovação automática seja acompanhado da manifestação do emissor ou por declaração da instituição custodiante acerca da não objeção do emissor ao programa (por ausência de resposta).

Caso a CVM entenda que a manifestação do emissor deve ser requerida tanto no caso de DR lastreado em ativos de renda variável quanto nos de renda fixa, a ANBIMA propõe que o procedimento imposto seja o mesmo acima proposto.

|  |
| --- |
| A CVM entende que a companhia deve se manifestar acerca da possibilidade de seus valores mobiliários serem objeto de um programa de DR. Não obstante as implicações regulatórias às quais a companhia passa a estar sujeita, que podem ser maiores ou menores a depender da jurisdição em que os valores mobiliários serão ofertados, há também uma análise estratégica acerca da exposição da companhia a mercados internacionais e o momento de acessá-los.  Deve-se ter em mente que, além de tais preocupações continuarem presente também ao se analisar um programa de DR de renda fixa, esses títulos tem outros centros liquidez relevantes diferentes do mercado americano. Portanto, a proposta da ANBIMA de se flexibilizar a obrigatoriedade de anuência apenas para ações não foi acatada.  A CVM acatou a proposta de alterar a necessidade de anuência pela manifestação da companhia de não objeção à realização do programa de DR, mantendo a necessidade, contudo, de entrega de tal documento no pedido de aprovação do programa junto à CVM. |

**3.1.4. Documentos para o pedido de aprovação automática – art. 4º (atual art. 5º)**

A ANBIMA sugere excluir da lista de documentos exigidos a apresentação do convênio celebrado entre as entidades administradoras de mercados organizados nacional e estrangeira, dada a dificuldade existente de se ter acesso a este documento e de averiguação da legislação específica em vigor em cada jurisdição correspondente.

Já a BM&FBOVESPA entende que a exigência de celebração de um convênio entre as entidades administradoras de mercado envolvidas no programa de DR sem que haja, na norma, indicações efetivas acerca do conteúdo mínimo desse convênio, torna a exigência inócua, sendo, portanto, essencial que a regra prescreva o conteúdo mínimo, como ocorria na redação original da Instrução CVM nº 317, de 1999.

A revogação do §2º do art. 2º da Instrução CVM nº 317, de 1999, trouxe dificuldades à negociação de convênios dessa natureza, principalmente no tocante aos procedimentos relativos à coordenação da suspensão de negociação entre a BM&FBOVESPA e as bolsas estrangeiras que negociam DR de companhias abertas brasileiras.

A BM&FBOVESPA defende que é fundamental garantir que, em determinadas situações que acarretam a suspensão da negociação por motivos de ordem regulatória, a suspensão dos negócios nos diversos mercados ocorra de forma harmônica e organizada, para a adequada tutela dessas companhias e dos investidores que atuam no mercado brasileiro.

É importante que o convênio preveja a obrigatoriedade de a entidade administradora de mercado do país onde o DR é negociado informar à entidade brasileira caso decida, por conta própria, suspender os negócios com os mesmos (o que, atualmente, muitas vezes não ocorre, prejudicando a adequada tutela do mercado nessas situações).

|  |
| --- |
| A CVM entende que seria pertinente que a criação de exigências em relação ao conteúdo do convênio fosse precedida de discussão com o mercado em audiência pública. Assim, considerando que não há impedimento na regulação atual para que as entidades administradoras de mercado organizado firmem convênios que tratem de procedimentos relativos à suspensão de negócios, a sugestão não foi acatada.  Cabe ressaltar que a redação da norma foi alterada para esclarecer que o convênio somente é exigível nos casos em que os recibos se destinem à negociação em mercado organizado no exterior. |

ANBIMA e ABRASCA sugerem alterar o conteúdo das declarações que devem ser prestadas por diretor estatutário do custodiante e da companhia emissora de ativos (no caso de programa patrocinado) sobre o atendimento à legislação dos documentos que instruem o pedido de aprovação automática (atual art. 5º, II, e §1º, II).

A ANBIMA propõe que a redação faça referência apenas aos documentos em que efetivamente o custodiante ou o emissor tenham participação.

A ANBIMA entende ainda que as declarações dos diretores estatutários devem se limitar à validade e à regularidade dos documentos apresentados à CVM, uma vez que parece excessivamente genérica a declaração sobre o atendimento dos documentos à legislação em vigor, sem especificação da jurisdição aplicável e do seu âmbito de aplicação.

A ABRASCA defende que a redação proposta para a declaração pelo diretor estatutário do emissor é muito ampla, pois pode abranger documentos sobre os quais a companhia não possui ingerência. Por esse motivo, sugere que a declaração abranja apenas os documentos de responsabilidade do emissor.

|  |
| --- |
| A preocupação das participantes é válida e a redação foi alterada na forma sugerida pela ANBIMA. |

**3.1.5. Autorização do Banco Central para programas não patrocinados lastreados em ativos de instituições financeiras – art. 4º, III (atual art. 5º, III)**

A ABRASCA entende que, no caso de programa de DR não patrocinado, não se justifica exigir que a instituição financeira emissora do ativo-lastro busque a aprovação do Banco Central, já que esse tipo de programa não conta com a participação companhia, mas apenas com sua anuência prévia. Por esse motivo, sugere que a apresentação da autorização do Banco Central seja solicitada no somente no caso de programas de DR patrocinados.

Propõe, alternativamente, que se permita que a própria instituição custodiante solicite autorização do Banco Central em caso de programas de DR não patrocinados lastreados em ativos emitidos por instituição financeira.

|  |
| --- |
| As sugestões da participante não foram acatadas, pois a apreciação prévia pelo Banco Central do Brasil de qualquer programa que seja lastreado em ativo emitido por instituição financeira é necessária em função das atividades de supervisão e acompanhamento que esse órgão deve exercer sobre eventos que demandam sua autorização, tal como a participação de investidores estrangeiros no capital social e alteração de controle.  Essa apreciação demanda a análise de informações e a eventual adoção de medidas de ajuste que somente podem ser adotadas pelo emissor, razão pela qual o pedido de autorização deve ser formulado pela instituição financeira. |

**3.1.6. Tradução juramentada de documentos – art. 4º, §3º (atual art. 5º, §3º)**

A ABRASCA não concorda com a exigência de entrega de tradução juramentada dos documentos. Essa exigência vai contra o movimento dos participantes do mercado de capitais de simplificar os procedimentos utilizados e reduzir os custos de manutenção de companhia aberta.

|  |
| --- |
| A Procuradoria Especializada da CVM já manifestou no âmbito do MEMO nº 361/2011/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU que a tradução juramentada de documentos é necessária nos casos em que a documentação seja utilizada para exame e tomada de decisão pela Autarquia, como ocorre no caso do pedido de aprovação automática de programa de DR tratado na norma. Por esse motivo, a sugestão não foi acatada. |

**3.1.7. Aprovação automática no prazo de 5 dias úteis do protocolo – art. 5º (atual art. 6º)**

LCCF Advogados menciona que a Minuta prevê que: “*O pedido de aprovação automática produzirá efeitos decorridos 5 (cinco) dias úteis do protocolo do pedido na CVM*”, não constando, ao menos expressamente, a possibilidade da CVM fazer exigências neste período, hipótese na qual deveria ser considerado um novo prazo para o registro automático.

De forma similar aos procedimentos previstos no art. 8º e seguintes da Instrução CVM nº 400, de 2003, o participante sugere que seja permitida a interrupção do prazo de 5 dias úteis uma única vez pela CVM, que deverá fixar prazo razoável (não inferior a 10 dias) para o cumprimento das exigências e, a partir do recebimento dos documentos, se manifestar em novo prazo de 5 dias úteis, sob pena de aprovação automática.

|  |
| --- |
| A sugestão não foi considerada válida, pois a interrupção do prazo é incompatível com o modelo de aprovação automática estabelecido na norma. Caso a SRE verifique a não apresentação de qualquer dos documentos que devem acompanhar o pedido de aprovação de programa de DR, o pedido será indeferido, devendo o pleiteante formular novo pedido. |

**3.1.8 Dispensa de emissão de certificado de depósito no exterior – art. 7º da Minuta**

A ANBIMA manifesta ter dúvida em relação à interpretação do art. 7º da Minuta. Alega que, considerando que os referidos certificados são emitidos no exterior, ao passo que as ações (e, agora, os demais ativos previstos na norma do CMN) estão no mercado brasileiro, não fica clara qual é a correlação entre a manutenção da posição em ações em conta escritural (pela bolsa conveniada ou respectiva entidade de liquidação) e a dispensa do certificado no exterior.

Uma possibilidade é que, ao mencionar “ações”, a norma, na realidade, queira se referir aos recibos de depósito no exterior. Nesse caso, a CVM poderia ajustar a redação para fins de esclarecimento.

Caso a intenção seja se referir ao ativo-lastro negociado no mercado brasileiro, surge uma segunda dúvida, acerca da viabilidade e conveniência de estender a referência aos demais ativos que poderão ser lastro de programas de DR nos termos da nova regulamentação.

A BM&FBOVESPA, por sua vez, sugere alguns ajustes na redação em função da possibilidade dos programas de DR serem lastreados por outros valores mobiliários que não ações, e para substituir a menção à entidade de compensação e liquidação pela menção ao depositário central.

|  |
| --- |
| A CVM reavaliou a redação do referido dispositivo e concluiu que a questão da emissão de certificados fica mais bem acomodada se tratada pela regra da jurisdição em que eles sejam negociados. Assim o dispositivo foi excluído na versão final da norma. |

**3.1.9. Convocação da assembleia – art. 8º**

ABRASCA e BM&FBOVESPA foram favoráveis à exclusão da proposta de ampliação do prazo de convocação de assembleia para companhias que emitam ações que sirvam de lastro para programa de DR. A ANBIMA foi favorável à proposta.

A ABRASCA cita que a imposição da Instrução CVM nº 317, de 1999, de prazo diferenciado de convocação de assembleia para companhias com programas de DR vigorou por um período curto, menos de dois anos, em função da alteração da Lei nº 6.404, de 1976, promovida pela Lei nº 10.303, de 2001. Isso não permitiu ao mercado conviver e avaliar suficientemente a conveniência dessa diferenciação.

O art. 124, §5º, I da Lei nº 6.404, de 1976, ao regular a possibilidade de aumento pela CVM do prazo de antecedência para convocação de assembleias, estabelece que esse aumento somente pode ocorrer (i) a pedido de algum acionista, (ii) ouvida a companhia e (iii) mediante decisão fundamentada do Colegiado da CVM. Portanto, a imposição de prazo mais longo de forma irrestrita para todas as assembleias de companhias com programas de DR é incompatível com o regime atual da Lei nº 6.404, de 1976.

Para a participante, um prazo mais longo de convocação prejudica a agilidade das companhias para a aprovação de matérias urgentes em AGE. Em caso de necessidade de prazo adicional para análise de alguma matéria pelo acionista detentor de DR, esse pode acionar o mecanismo do art. 124, §5º, I da Lei 6.404, de 1976. Logo, não haveria necessidade de um mecanismo genérico de proteção, que geraria um desincentivo à aceitação desses programas pelas companhias, sobretudo no caso dos programas não patrocinados, em que a companhia sequer participa.

A ABRASCA sugere a exclusão dessa regra ou, alternativamente, que a CVM restrinja seu alcance: (i) a assembleias de companhias cujas ações lastreiem apenas programa de DR patrocinado; e (ii) a assembleias relativas a matérias em que a espécie ou classe de ações que lastreie o programa de DR possua direito a voto.

A ANBIMA manifestou que a ampliação do prazo mínimo de antecedência para a convocação de assembleia de quinze para trinta dias era benéfica e facilitava o exercício de direito de voto pelos titulares de DR, tendo solicitado também aperfeiçoamentos no mesmo sentido da ABRASCA.

A BM&FBOVESPA entende que a imposição de prazo superior ao previsto na Lei nº 6.404, de 1976, é impertinente. A participante entende a opção por impor um prazo diferenciado não se justifica, seja para manter um suposto paralelismo com a diferença de prazos anteriormente existente, antes da Lei nº 10.303, de 2001, seja porque o importante seria verificar se o prazo atualmente vigente é suficiente para, simultaneamente, viabilizar a participação dos acionistas no conclave sem prejudicar o legítimo interesse da companhia em ver determinadas matérias submetidas à deliberação o quanto antes.

No caso da AGO, a ampliação do prazo sugerida na minuta teria pouco efeito prático, uma vez que o art. 133 da Lei nº 6.404, de 1976, já prevê a divulgação, 30 dias antes da assembleia, de diversos documentos a ela relacionados. No caso da AGE, a referida ampliação terá como efeito protelar a realização de assembleias que, por sua natureza intrínseca, muitas vezes precisam ser efetivadas o mais rápido possível pela companhia, não se justificando sua ampliação, haja vista que já existe hoje uma adaptação dos investidores estrangeiros, titulares de DR ou não, a esse prazo.

|  |
| --- |
| A Resolução CMN nº 4.373, de 2014 – assim como a Resolução CMN nº 1.289, de 1987 –, estabelece que compete à CVM disciplinar o processo de aprovação de programas de DR. A fixação de prazo diferenciado de convocação de assembleia faz parte do conjunto de procedimentos e condições que foram fixados pela CVM para disciplinar a realização de programas de DR, cuja constituição é voluntária.  O prazo de divulgação das informações relativas à assembleia não se confunde com o prazo de antecedência de sua convocação. Este último possui uma repercussão distinta para os titulares e beneficiários de DR em função, por exemplo, da existência de regras próprias dos mercados organizados em que os recibos são negociados (tal como **record date**) e de toda a cadeia de procedimentos que é necessária para viabilizar o voto pelos investidores não residentes, nos casos em que ele seja aplicável.  Por sua vez, o mecanismo previsto no §5º do art. 124 da Lei nº 6.404, de 1976, é um procedimento administrativo excepcional, por meio do qual a CVM, visando a tutela dos interesses dos investidores e das companhias, pode, por decisão fundamentada de seu Colegiado:    (a) aumentar, para até 30 dias, o prazo de antecedência de convocação de assembleia, quando constatada a complexidade da matéria, observado que a Instrução CVM nº 372, de 2002, prevê não é admitido o requerimento quando a assembleia já tenha sido convocada com o prazo de antecedência de, no mínimo, 30 dias, e desde que na data da convocação todos os documentos já estejam à disposição dos acionistas; e    (b) interromper o prazo de convocação, por até 15 dias, sendo certo que a CVM somente tem determinado a interrupção quando esta se mostra necessária para que a análise, pela Autarquia, da regularidade das propostas seja finalizada.  Assim, as sugestões de exclusão da disposição não foram acatadas.  Por outro lado, foram consideradas procedentes e acatadas as sugestões para que a aplicação do prazo diferenciado de convocação somente se aplique nos casos: (a) de programas de DR patrocinado; e (b) em assembleias em que a espécie ou classe de ações que lastreiem os certificados tenha direito de voto em qualquer das matérias previstas na ordem do dia.  Foi incluído ainda dispositivo prevendo que a regra referente ao prazo de convocação de assembleia entra em vigor 90 dias após a data da publicação da norma. |

## 3.1.10. Exercício do direito de voto pela instituição depositária (atual art. 9º)

No edital da audiência pública, a CVM solicitou a manifestação do mercado sobre a inclusão de dispositivo na norma, prevendo que “*o direito de voto das ações que sirvam de lastro para programa de DR deve ser exercido pelos depositários ou representantes na forma instruída pelos titulares de DR*”.

O ponto recebeu comentários da ABRASCA, ANBIMA, BM&FBOVESPA e LCCF Advogados, que não manifestaram oposição à inclusão do dispositivo, tendo sugerido aprimoramentos na redação pelas razões a seguir comentadas.

A ABRASCA sugere esclarecer que: (i) o representante mencionado no edital é o representante do depositário, uma vez que este é o titular das ações; e (ii) o exercício do direito de voto é uma faculdade do titular de DR. Nesse sentido, propõe a redação abaixo:

*“O direito de voto das ações que sirvam de lastro para programa de DR deve poder ser exercido pelos depositários ou representantes do depositário na forma instruída pelos titulares de DR.”*

A ANBIMA acredita que a inclusão do dispositivo proposto é benéfica, pois adiciona clareza à norma. Entretanto, sugere que o direito seja reservado exclusivamente aos depositários, o que implicaria na exclusão do que entendeu ser uma referência aos representantes dos titulares de DR.

A ANBIMA entende que a centralização da manifestação do voto no depositário contribui para a eficácia do processo de contagem de votos, evitando uma eventual dupla contagem decorrente do voto realizado pelo representante do investidor não residente diretamente e o envio de instrução ao depositário pelo mesmo investidor.

Assim, sugere a redação abaixo.

*“Nos casos aplicáveis, o direito de voto das ações que sirvam de lastro para programa de DR deve ser exercido pelos depositários conforme instruído ou de outro modo acordado com os titulares dos DRs.”*

A BM&FBOVESPA entende que, caso incluído na norma, o dispositivo deve refletir a obrigatoriedade de identificação dos titulares de DR que instruíram o voto em cada sentido (aprovações, reprovações e abstenções).

Isso porque o cumprimento das instruções de voto pode fazer com que a instituição depositária, na condição de acionista da companhia, tenha de proferir votos diversos para uma mesma deliberação, embora a Lei nº 6.404, de 1976, não admita a divisibilidade do voto.

A participante entende que é impossível harmonizar a tutela do interesse social, consagrada no art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, com a possibilidade de fracionamento do voto. A Lei estabelece nesse artigo que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia, conferindo ao voto o status de um direito-dever, e não de um clássico direito subjetivo. Consequentemente, parece claro que o mesmo dever ser exercido de forma unívoca.

A possibilidade de emitir votos em sentidos opostos é também incompatível com os mecanismos de responsabilização por voto abusivo, segundo a bolsa. Da mesma forma, o regime de deveres e responsabilidades dos acionistas controladores, previstos nos arts. 116 e 117, também pressupõe o exercício do direito de voto em sentido único.

Por fim, alega que aceitar a possibilidade de votos conflitantes proferidos por instituições depositárias de DR criaria um grande risco de frustração das hipóteses de restrição ao direito de voto previstas no §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976 (aprovação de laudo de avaliação pelo titular dos bens conferidos ao capital, aprovação das próprias contas enquanto administrador, bem como hipóteses de benefício particular e conflito de interesses), na medida em que permitiria a ocultação daquele sobre quem recai a impedimento de voto.

Neste sentido, a BM&FBOVESPA propõe a seguinte redação:

*“O direito de voto das ações que sirvam de lastro para programa de DR deve ser exercido pelos depositários ou representantes na forma instruída pelos titulares de DR, desde que identificados os titulares de DR que instruíram o voto em cada sentido.”*

LCCF Advogados entende que a obrigação deve ser compatibilizada com as leis locais, às quais o depositário esteja submetido, bem como com tudo aquilo que restar assegurado contratualmente aos titulares de DR. Nessa linha, sugere a seguinte redação:

*“Art. [•] O direito de voto das ações que sirvam de lastro para o programa de DR será exercido por meio da instituição depositária.*

*Parágrafo único. A instituição depositária deverá observar a legislação aplicável à instituição depositária e aos titulares de DR, bem com aquilo que for assegurado contratualmente pela instituição depositária aos titulares de DR, no cumprimento das instruções de voto dos titulares de DR.”*

|  |
| --- |
| Inicialmente, cabe esclarecer que a redação proposta no Edital, ao mencionar “depositários ou representantes”, fazia referência aos representantes dos depositários, uma vez que este último é o titular das ações que servem de lastro nos programas de DR.  Embora parte da doutrina nacional defenda opinião diferente, a Lei n° 6.404, de 1976, não impede que um mesmo acionista vote de maneira distinta com as ações que possui. Não há dispositivo na Lei que expressa ou implicitamente limite a atuação do acionista nesse sentido.  Na prática, é comum que certos acionistas, em especial os institucionais, dividam suas ações e votem de forma distinta, ou votem com algumas ações e não votem com outras.  Isso pode decorrer de estratégias legítimas que visam a melhor aproveitar os votos ou do fato de que carteiras diferentes estão sob a gestão de diferentes equipes com visões não uniforme a respeito de uma determinada matéria.  A CVM nunca viu nessa prática uma infração à Lei n° 6.404, de 1976.  Obviamente, situações em que haja indícios de abuso devem ser analisadas caso a caso.  No que se refere à proposta de identificação dos titulares de DR que instruam voto, é necessário considerar que, operacionalmente, há grandes dificuldades na identificação dos titulares de DR de forma célere. A cadeia de prestadores de serviços é longa e complexa e nem sempre o depositário possui essa informação de forma imediata.  Além disso, cabe lembrar que a Instrução CVM n° 358, de 2002, possui regras de transparência, determinando a identificação dos acionistas titulares de participações relevantes. Assim, quando um acionista atinge uma participação igual ou superior a 5% ou elege membro do conselho de administração suas posições diretas ou indiretas no capital da companhia devem ser divulgadas. Essa informação é de conhecimento de todo o mercado, inclusive da companhia e da CVM.  Dessa maneira, no momento da assembleia continua sendo possível tanto para a CVM quanto para a companhia fazer o acompanhamento e fiscalização das situações de impedimento de voto ou de votos abusivos.  Adicionalmente, os Princípios de Governança Corporativa da OCDE preveem que a instituição depositária deve exercer o voto na forma acordada com o titular de DR, estando inclusive em discussão o aprofundamento dessa orientação na revisão dos Princípios que se encontra em discussão.[[3]](#footnote-3)  Isto posto, considerando as manifestações recebidas na audiência pública e que os programas de DR podem estar sujeitos a diferentes arranjos contratuais, conforme comentado acima, a CVM optou por incluir o dispositivo na norma em discussão, com a seguinte redação: “O direito de voto das ações que sirvam de lastro para programa de DR deve ser exercido pelos depositários na forma instruída pelos  titulares de DR sempre que os contratos relativos ao programa permitam, ou no melhor interesse titulares de DR, quando tais contratos impeçam o voto por eles instruído”. |

# 4. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 30 de março de 2015.

*Original assinado por*

**Antonio Carlos Berwanger**

**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado**

1. <http://www.cvm.gov.br/port/audi/sugest/ind_sugest.asp?AudMes=11&AudAno=14&Super=SDM> [↑](#footnote-ref-1)
2. ANBIMA cita os regulamentos do Novo Mercado (Seção VI, item 6.2) e do Nível II de Governança Corporativa (Seção VI, item 6.2) da BM&FBovespa. [↑](#footnote-ref-2)
3. http://www.oecd.org/daf/ca/OECD-Principles-CG-2014-Draft.pdf [↑](#footnote-ref-3)