COORDENAÇÃO

FERNANDO KUYVEN

NOVAS PERSPECTIVAS DO DIREITO EMPRESARIAL

90 anos do Prof. Modesto Carvalhosa

VOL. I

Alessandro Octaviani, Alfredo de Assis Gonçalves Neto, Ana Frazão, Anelise Paschoal Garcia Duarte, Antônio Cláudio Mariz de Oliveira, Armando Luiz Rovai, Arnoldo Wald, Bruno Caetani Carvalho, Carlos Henrique Abrão, Carlos Klein Zanini, Carlos Portugal Gouvêa, Caroline Somesom Tauk, Daniel Athias, Daniel Coelho, Daniel Seixas Gomide, Eduardo Coelho Leal, Eduardo Salomão Neto, Eros Roberto Grau, Fernanda Ferrari, Fernando Carbajo Cascón, Francisco Petros, Fábio Ulhoa Coelho, Henrique Balduino Machado Moreira, Horacio Bernardes Neto, Isabel Franco, José Alexandre Tavares Guerreiro, Julia Lima Carmagnani, Lorena Schmidbauer Penna, Luciana Dias, Luciano Benetti Timm, Luiz Alberto Colonna Rosman, Luiz Antonio de Sampaio Campos , Luiz Fux, Luiz Gastão Paes de Barros Leães, Luiz Kignel, Marcelo Barbosa, Marcelo Vieira Von Adamek, Maria Cristina Pinotti, Mariana Weguelin Vieira, Mauro Grinberg, Milton Barossi Filho, Márcia Setti, Nelson Eizirik, Ney Wiedemann Neto, Otavio Yazbek, Paulo de Tarso Domingues, Paulo Sergio Nied, Pedro Schilling de Carvalho, Rachel Sztajn, Rafael Andrade, Rafaela Parizotto Lacaz Martins, Renato Berger, Renato Ochman, Ricardo Villas Bôas Cueva, Riccardo Giuliano Figueira Torre, Roberto Teixeira da Costa, Rodrigo Dufloth, Rui Pereira Dias, Sheila C. Neder Cerezetti, Tercio Sampaio Ferraz Junior, Theodoro Araújo

QUARTIER LATIN

20 Anos

V. Limites e Possibilidades: o Papel da CVM na Regulamentação dos BDRs e a Governança dos Emissores Estrangeiros

Luciana Dias

Rafael Andrade

I. Introdução

Um dos caminhos mais comuns para diversificar investimentos e, consequentemente, equacionar riscos, é o da internacionalização. Isso pode ser feito de duas formas. Um investidor pode adquirir diretamente valores mobiliários emitidos e negociados no exterior, o que exige a abertura de uma conta de investimento em corretora localizada em outra jurisdição, contratos de câmbio e outros procedimentos cujos custos e complexidade podem não fazer sentido para todos os investidores, em especial, os de varejo. Outra forma de se expor a ativos estrangeiros é adquirir produtos, no país de domicílio do investidor, que tenham como lastro ativos estrangeiros: este é o caso de certos fundos de investimentos e, sobretudo, dos certificados de depósito de valores mobiliários (*Depositary Receipts* ou "DR").

O presente artigo trata justamente dos *Brazilian Depositary Receipts* ("BDRs"), valor mobiliário cada vez mais popular entre investidores de varejo. Somente entre março de 2021 e março de 2022, 1,2 milhões de brasileiros adquiriram seu primeiro BDR, o que representou um aumento de 532% na base de investidores dessa classe de ativo.[1] Há duas principais razões para esse grande aumento no número de pessoas físicas com exposição aos BDRs.

De um lado, embora há muito tempo presentes no mercado de capitais brasileiro e regulamentados por normas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), o acesso a determinadas modalidades desses instru-

1 Cf. B3. Pessoas Físicas: *Uma Análise da Evolução dos Investidores na B3*. Março de 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/BE/67/47/1F/272D0810CDFE9A08AC094EA8/Book_PF_Mar2022.pdf. Acesso em: 21 de junho de 2022.

mentos foi, tradicionalmente, limitado a investidores mais sofisticados. Nesse contexto, um dos pleitos mais frequentes dos últimos anos foi a facilitação de acesso a esses ativos por investidores de varejo e, em resposta a essas demandas, a CVM vem gradativamente autorizando que certos produtos, ou ao menos as modalidades mais testadas deles, sejam acessados por investidores de varejo. Nesse sentido, vale mencionar notadamente a Resolução CVM nº 3, de 2020, mais bem detalhada adiante, que abriu para investidores não qualificados parte do mercado dos BDRs antes restrita a investidores sofisticados, impondo, em contrapartida, a satisfação de certos requisitos.

De outro lado, passou a ser relativamente comum observar um movimento de empresas nacionais, especialmente aquelas que se utilizam intensivamente de tecnologia, que, a despeito de terem ativos e receitas preponderantemente ligados ao Brasil, optaram por realizar no exterior suas ofertas públicas iniciais de distribuição de ações. Casos muito simbólicos nesse sentido foram, por exemplo, o da XP Inc., *holding* controladora do Grupo XP que, em 2019, se listou na Nasdaq Stock Exchange ("Nasdaq") e realizou uma oferta pública inicial de ações nos Estados Unidos, captando cerca de US$ 2,25 bilhões, bem como o das empresas StoneCo Ltd. e da PagSeguro Digital Ltd., que também abriram seu capital naquele país, ambas, em 2018.

Muitas razões ajudam a explicar a preferência dessas e de outras empresas por realizar sua oferta pública inicial de ações em mercados mais desenvolvidos que o brasileiro, sobretudo a probabilidade de obter múltiplos maiores pela maior familiaridade dos investidores desses mercados com empresas do setor de tecnologia; mas também pelos planos de crescente internacionalização de seus negócios; e a possibilidade de os fundadores dessas empresas manterem o controle da sociedade mesmo após a grande captação de recursos em função da detenção, pelos acionistas fundadores, de classes de ações com direito ao chamado voto plural, que, até muito recentemente, era vedado pela legislação societária brasileira.[2]

---

2 O voto plural passou a ser admitido pela legislação societária brasileira após a reforma operada pela Lei nº 14.195, de 2021, que resultou da conversão da Medida Provisória nº 1.040, de 2021. A respeito, v. art. 110-A da Lei nº 6.404, de 1976, conforme alterada.

Quaisquer que tenham sido as razões que levaram aqueles emissores a recorrerem a mercados estrangeiros para sua abertura de capital, essa situação, naturalmente, gerou diversas preocupações internas. Primeiro, porque a abertura de capital no exterior de empresas nacionais com forte expressão econômica no Brasil, caso viesse a se tornar um padrão, acabaria por prejudicar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, notadamente pela perda para países e bolsas estrangeiras de empresas brasileiras ligadas à nova economia.

Depois, porque esse movimento acabaria também por privar o acesso da maior parte dos investidores brasileiros aos valores mobiliários desses emissores, ao menos, de uma maneira direta e simplificada – só aqueles capazes de acessar corretoras no exterior poderiam adquiri-los, tendo em vista que a regulamentação vigente entre 2010 e 2020 impedia que os valores mobiliários dessas empresas fossem utilizados como lastro para a emissão de BDRs. Durante esse período, emissores cuja maioria dos ativos estivessem localizados no Brasil estavam impedidos de serem classificados como emissores estrangeiros nos termos das regras em vigor e, portanto, seus valores mobiliários não poderiam ser objeto de programas de BDR.

Em meio a esse cenário, por reconhecer ser "benéfico que investidores locais tenham oportunidade de investir em valores mobiliários desses emissores, assim como os próprios emissores tenham maior facilidade em realizar parte da captação pretendida no mercado local",[3] a CVM promoveu uma reforma importante nas normas relativas aos BDRs e aos emissores estrangeiros por meio da Audiência Pública SDM nº 8, de 2019, a qual resultou na edição da mencionada Resolução CVM nº 3, de 2020. Nessa reforma, a CVM implementou alterações buscando fomentar o mercado de BDRs e facilitar o acesso dos investidores brasileiros a esse produto.[4]

---

3 Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 8, de 2019, p. 2.

4 Nesse sentido, nas exatas palavras da autarquia: "[p]or meio da regulamentação sugerida, a CVM pretende conferir maior flexibilidade a investimentos por meio de BDRs, para que investidores brasileiros possam diversificar seus portfólios, adicionando ativos com fatores de risco menos relacionados ao mercado local. A CVM também espera que as regras propostas fomentem a oferta de produtos

Esse movimento parece ter alcançado o seu objetivo, de modo que, hoje, os BDRs são produtos amplamente detidos por investidores brasileiros. Duas operações específicas merecem destaque nessa popularização dos BDRs. Primeiro, o caso dos BDR Nível I lastreados pelas ações da XP Inc., que foram entregues a mais de 500 mil pessoas físicas, como resultado da distribuição *in natura* dos investimentos do Itaú Unibanco S.A. à sua base de acionistas. Conforme noticiado pela imprensa, o BDR da XP Inc. já chegou a ser o papel mais negociado na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3"), à frente de valores mobiliários emitidos por empresas tradicionais como Vale S.A. e Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras.[5] A outra operação especialmente responsável pelo aumento da quantidade de pessoais físicas detentoras de BDRs foi a oferta inicial da Nu Holdings Ltd., *holding* do grupo Nubank, que representou a primeira oferta inicial simultânea nos EUA e Brasil, distribuindo BDRs patrocinados Nível III a mais de 800 mil investidores, em dezembro de 2021.[6]

Ocorre que, em uma sucessão de casos concretos apreciados imediatamente após a reforma promovida pela Resolução CVM n° 3, de 2020, que passou a viger em setembro daquele ano, a CVM teve de enfrentar questões que desafiaram a completude da regulamentação aplicável aos BDRs e, em especial, revelaram fragilidades que ainda não haviam sido devidamente endereçadas por meio dessas normas. Não por outro motivo, apenas 3 anos depois, a autarquia editou as Resoluções CVM n° 182 e n° 183, atualizando, complementando e consolidando o arcabouço jurídico dos BDRs.

Talvez o caso mais emblemático apreciado pela CVM no período entre essas reformas de 2020 e 2023 tenha sido analisado no âmbito dos Processos CVM n° 19957.005751/2020-01 e 19957.005729/2020-53,

---

com tais características a investidores brasileiros", cf. Edital da Audiência Pública SDM n° 8, de 2019, p. 2.

5 Cf. Brazil Journal. BDR da XP: *Um Novo Polo de Liquidez na Bolsa?* Disponível em: <https://braziljournal.com/bdr-da-xp-um-novo-polo-de-liquidez-na-bolsa>. Acesso em: 20 de abril de 2022.

6 Cf. Isto é Dinheiro. *Com IPO de Nubank, bolsa ganha 760 mil investidores em dezembro*. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/com-ipo-do-nubank-bolsa-ganha-quase-760-mil-investidores-em-dezembro/>. Acesso em: 9 de junho de 2022.

apreciados pelo Colegiado em reunião realizada em 10.11.2020 ("Caso Navios").[7]

Isso porque foi no Caso Navios que, pela primeira vez, o Colegiado da CVM reconheceu que, apesar de a Lei nº 6.404, de 1976, não se aplicar aos emissores estrangeiros, como já era o entendimento consolidado da autarquia, a área técnica pode realizar um juízo de compatibilidade entre o direito societário aplicável ao emissor e aquele existente no Brasil para verificação da existência de garantias essenciais.[8] A decisão autoriza que um emissor estrangeiro tenha seu registro indeferido se suas cláusulas estatutárias forem flagrantemente incompatíveis com proteções e salvaguardas mínimas previstas na lei societária brasileira.

Por um lado, os poderes-deveres atribuídos à CVM pela Lei nº 6.385, de 1976, como o de proteção dos investidores brasileiros e de zelar pela higidez do mercado de capitais nacional[9] parecem corroborar o entendimento fixado no Caso Navios de que a autarquia pode realizar algum juízo de valor sobre os estatutos de sociedades que pleiteiam seu registro de emissor estrangeiro perante a CVM e que buscam acessar a poupança dos investidores brasileiros.[10]

Por outro lado, é importante que a decisão tomada nesse precedente seja aplicada em situações cujas circunstâncias sejam similares àquelas lá encontradas. Em outras palavras, é preciso que o Caso Navios seja devidamente contextualizado para que não se estenda a ingerência da CVM sobre as normas de governança estatutárias a que estão submetidos os

7 Cf. Processos SEI nº 19957.005751/2020-01 e 19957.005729/2020-53, Rel. SEP/SRE, j. em 10.11.2020.

8 Resta sedimentado na jurisprudência da CVM que os emissores estrangeiros não estão sujeitos às disposições contidas na Lei nº 6.404, de 1976, mas sim às leis societárias de seus respectivos países de constituição, sem prejuízo da aplicabilidade, no que couber, do disposto na Lei nº 6.385, de 1976, e das regulamentações cabíveis expedidas pela CVM. Nesse sentido, o Colegiado da autarquia já se manifestou no sentido que "o entendimento desta CVM, já consolidado, é de que a Lei 6.404/76 não se aplica aos emissores estrangeiros", cf. Processo CVM nº RJ2012/11523, Rel. Diretora Ana Novaes, j. em 21.5.2013.

9 Cf. Art. 4º da Lei nº 6.385, de 1976.

10 Em sentido oposto, v. RANGEL, Alexandre Costa. *Breves Notas sobre os Brazilian Depositary Receipts* (BDR), *Lei nº 6.404/76 e Lei nº 6.385/76*. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários: Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404. Volume I. Dezembro de 2021, pp. 17-25.

emissores estrangeiros quando tal ingerência, ao contrário de proteger o investidor, acaba por afastar a governança da companhia de sistemas testados e pré-examinados de governança.

Nesse sentido, o objetivo desse texto é demonstrar que, apesar da aparente amplitude da tese fixada no Caso Navios, uma análise atenta de seus contornos, sobretudo à luz da evolução do regime jurídico dos BDRs, leva à conclusão de que o referido precedente não legitima a área técnica da autarquia a condicionar o registro do emissor estrangeiro a modificações em suas normas estatutárias a fim de compatibilizá-las a princípios caros à legislação societária brasileira em quaisquer circunstâncias, em especial, nos casos em que tais emissores estrangeiros possuam um mercado reconhecido como seu principal mercado de negociação.

Para cumprir essa missão, o presente texto está dividido em cinco partes, além desta Introdução. A Parte II, que segue esta Introdução, trata dos atrativos e das principais preocupações regulatórias relativas aos DRs. A Parte III descreve a evolução da regulamentação da CVM relativa aos BDRs com o fim de ressaltar, em especial, os reiterados ajustes que o conceito de emissor estrangeiro sofreu ao longo do tempo. Em seguida, a Parte IV explora o Caso Navios em mais detalhes. Por fim, a parte V resume as conclusões deste artigo.

II. Discussões regulatórias relacionadas aos *Depositary Receipts*

Os benefícios usualmente atribuídos aos certificados de depósito (*Depositary Receipts* ou "DR"), embora inegáveis, são acompanhados de alguns riscos relevantes que devem ser endereçados por meio da regulamentação a fim de se mitigar, o tanto quanto possível, eventual lesão àqueles que investem em DRs. Por essa razão, é importante entender as discussões e preocupações mais comuns que se colocam para os reguladores do mercado de capitais em relação aos certificados de depósito de valores mobiliários antes de explorar aquelas estratégias regulatórias efetivamente adotadas pela CVM.

a) Utilidade dos DRs

Os DRs foram originalmente concebidos para lidar com um problema prático. De fato, a história dos DRs remonta à década de 1920, quando empresas britânicas pretendiam aproveitar a pungência do mercado de valores mobiliários norte-americano, mas, para isso, precisavam contornar alguns empecilhos de sua legislação doméstica, que lhes proibia listar diretamente suas ações fora do país.[11] Foi justamente para superar esse obstáculo que os primeiros *American Depositary Receipts* ("ADRs") foram lançados. Lastreados em ações custodiadas na Inglaterra e emitidos por bancos depositários sediados nos Estados Unidos, esse instrumento permitiu que as empresas britânicas acessassem o mercado norte-americano sem violar o ordenamento jurídico de sua jurisdição.

Os atrativos dos certificados de depósito permanecem essencialmente os mesmos desde a concepção desse instrumento. Isto é, pela perspectiva do emissor, os DRs possibilitam que empresas se exponham simultaneamente a distintos mercados e, consequentemente, a diferentes perfis de investidores. Com isso, a depender da modalidade do programa de DR registrado perante o regulador local, esses emissores não apenas têm a possibilidade de ampliar suas fontes de captação de recursos, mas também submetem seu modelo de negócio ao teste de diferentes públicos, o que pode vir a auxiliar na adequada formação do preço de seus valores mobiliários.[12]

---

11 Cf. SALLA, Ricardo Medina. *BDRs - Brazilian Depositary Receipts - Legislação e Jurisdição.* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 57, jul/2012, p. 121.

12 A literatura internacional aponta que, ao menos em tese, um das principais motivações da dupla listagem (*cross-listing*) consistiria no que se denomina de *"bonding hypothesis"*, teoria segundo a qual os emissores buscariam listar seus valores mobiliários em mercados mais desenvolvidos e com regras contábeis, de transparência e de governança mais estritas do aquelas presentes em sua jurisdição de origem, a fim de sinalizar aos investidores sua higidez e, em contrapartida, diminuir seu custo de capital e elevar a cotação de seus valores mobiliários. Nesse cenário ideal, um relevante subproduto da dupla listagem seria um movimento de *"race to the top"*, por força do qual a qualidade da proteção dos investidores seria gradualmente elevada ao longo do tempo a nível global diante da competição que se instalaria entre as jurisdições e bolsas de valores para atrair cada vez mais listagens. A respeito, por todos, v. YEUNG, Horace. *The Admission and Regulation of Overseas Issuers: A Survey of Top Four Financial Centers*. CUMMING, Douglas; JOHAN, Sofia (Eds.). The Oxford Handbook of IPOs. Oxford: Oxford University Press, 2018, pp. 652-675.

Pela perspectiva dos investidores, os DRs permitem que estes, de maneira relativamente simples e pouco custosa, diversifiquem seus investimentos, tanto por possibilitar o acesso a valores mobiliários de emissores com características diferentes daquelas presentes no país de domicílio do investidor (seja em razão do porte, tipo de atividade ou mesmo de relevância do emissor), quanto por viabilizar que a carteira desse investidor seja composta por valores mobiliários de emissores sujeitos a fatores de risco (econômicos, jurídicos, políticos, cambiais, entre outros) de distintos mercados.

Por meio da aquisição de DRs, os investidores podem se expor a companhias estrangeiras sem precisar arcar com os custos financeiros, regulatórios, tributários e burocráticos de ingressar com recursos e deter ativos em outras jurisdições. Assim, os DRs viabilizam a internacionalização de portfólios com ativos de diferentes relações de risco-retorno sem que os investidores precisem se sujeitar aos custosos procedimentos que em geral são exigidos para tanto.

b) Riscos inerentes aos DRs e estratégias regulatórias

Os certificados de depósito trazem preocupações específicas para os reguladores dos mercados de capitais daqueles países em que esses instrumentos venham a ser listados. Essas preocupações são legítimas e decorrem de alguns fatores bastante evidentes.

Primeiro, há o fato de o ordenamento jurídico de diferentes países, assim como ocorre no Brasil, usualmente reconhecerem que os emissores cujos valores mobiliários lastreiam os certificados de depósito estão sujeitos, no que diz respeito à sua organização e governança interna, à legislação do local de sua constituição ou listagem primária, e não às normas vigentes no mercado de negociação dos DRs. Frequentemente há diferenças substanciais entre esses dois regimes jurídicos.

Por essa razão, as regras de DRs podem ser manejados por emissores (cujas países de origem sejam menos rígidas em matéria de proteção de investidores) para se valer do regime mais flexível que em geral é

concedido aos emissores de DRs.[13] O regime jurídico primário ao qual os emissores estrangeiros estão submetidos pode não impor a prestação da totalidade dos informações que o regulador exige para companhias abertas locais, bem como pode possuir um sistema de responsabilização de seus administradores menos hígido. Nesse cenário, o objetivo mais comum desses emissores seria o de acessar certos mercados sem, contudo, se submeter à integralidade das regras aplicáveis aos emissores neles constituídos.

Depois, na medida em que o patrimônio, os administradores e os principais acionistas do emissor estrangeiro usualmente estão localizados no exterior, o regulador do país de negociação dos DRs tende a enfrentar obstáculos de natureza prática para diretamente obter informações e documentos, ou mesmo para aplicar sanções a esses emissores, administradores e principais acionistas, tendo assim que recorrer, para essa finalidade, a acordos de cooperação com o regulador estrangeiro. Mas, mesmo nos casos em que essa cooperação venha a ocorrer, não se pode ignorar que os reguladores usualmente estão mais preocupados em proteger os investidores domiciliados em seu próprio país, e não os investidores de outras jurisdições.

Por fim, uma definição pouco precisa dos requisitos necessários para o enquadramento de um emissor como sendo um "emissor estrangeiro" pode também facilitar uma indesejada arbitragem regulatória, permitindo que empresas essencialmente nacionais se valham de um regime criado para fins específicos e, assim, acessem o mercado local a despeito de não se submeterem às mesmas regras de seus pares.

---

13 Parte da literatura atribui essas flexibilidades concedidas ao emissor estrangeiro ao objetivo de aumentar a atratividade daquela jurisdição ou bolsa. Em outras palavras, as jurisdições e bolsas de valores tenderiam a flexibilizar suas regras relativas à proteção dos investidores, levando a um contínuo enfraquecimento dessas proteções em âmbito global. Nesse caso, a competição instalaria um indesejado cenário de *"race to the bottom"*. Não sem motivo, um dos pontos mais discutidos na literatura sobre o tema consiste justamente nas implicações - se positivas ou negativas - do crescente aumento de duplas listagens que tem sido observado já há alguns anos. A respeito, por todos, v. COFFEE JR., John. *Racing Towards the Top? The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance. 2002*. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315840>. Acesso em: 18 de abril de 2022.

Esse último risco, aliás, não é uma novidade para aqueles que estão familiarizados com a história recente do mercado de capitais brasileiro. De fato, estão ainda muito frescos na memória os traumas gerados pela Laep Investments Ltd. ("Laep") e Agrenco Ltd. ("Agrenco"), empresas sediadas nas Ilhas Bermudas e que se valeram de lacunas na regulamentação então vigente para se registrarem como emissores estrangeiros e distribuírem BDRs no mercado nacional a despeito de terem suas atividades quase que exclusivamente localizadas no Brasil.

Na prática, essas empresas conseguiram acessar o mercado e os investidores brasileiros sem se submeterem à legislação societária nacional, uma vez que estavam sujeitas às leis de seu país de constituição, bastante permissivas em matérias tratadas com muito cuidado pela Lei nº 6.404, de 1976. Isso permitiu que essas companhias realizassem diversas operações que, de outro modo, seriam vedadas pela lei brasileira, como reiteradas emissões de novas ações a preços que não obedeciam a quaisquer parâmetros e cuja determinação era opaca, e sem a concessão de direito de preferência, por exemplo. Tudo isso, em meio a outras irregularidades, resultou em inúmeros prejuízos aos investidores dos BDRs dessas empresas.[14]

As consequências potencialmente negativas e os muitos riscos e incertezas que cercam os DRs e os emissores estrangeiros têm sido observados de perto há bastante tempo não apenas por parte de reguladores domésticos, mas também têm sido objeto de discussão em inúmeros fóruns internacionais. Nesse sentido, reconhecendo as particularidades desse tipo de distribuição, a *International Organization of Securities Commissions* ("IOSCO") tem dedicado esforços a esse tema ao menos desde a década de 1990, inclusive por meio da divulgação de orientações específicas que visam a facilitar a comparabilidade das informações relacionados à emissões transnacionais (*cross-border*) de valores mobiliá-

14 Com relação a irregularidades relacionadas à Laep, a título de exemplo, v.: (i) PAS CVM nº RJ2012/14871, Rel. Dir. Ana Novaes, julgado em 26.11.2013; e (ii) PAS CVM nº RJ2013/9463, Rel. Dir. Ana Novaes, julgado em 22.07.2014. Com relação a irregularidades relacionadas à Agrenco, a título de exemplo, v. PAS SEI CVM nº 19957.010098/2019-51 (RJ2015/9195), Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, julgado em 07.07.2020.

rios.[15] Os princípios de regulação emitidos por essa entidade multilateral também são bastante enfáticos no que diz respeito à vital importância da cooperação entre reguladores do mercado de capitais.[16]

No mesmo sentido, a *Organization for Economic Co-operation and Development* ("OECD"), em seus princípios de governança corporativa, além de enfatizar que devem ser amplamente divulgadas eventuais diferenças entre o regime jurídico primário do emissor e aquele vigente nos outros locais de listagem de seus valores mobiliários, igualmente reforça que os reguladores do mercado de capitais devem estabelecer mecanismos de cooperação para fins de proteção aos investidores.[17]

Estratégias regulatórias comuns empregadas para endereçar as fragilidades inerentes aos DRs são, por exemplo: (i) a condição de que os certificados de depósito apenas possam ser emitidos e negociados em determinado país mediante registro, isolada ou conjuntamente, perante o regulador local, do programa de DR, do emissor dos valores mobiliários que o lastreiam e de outras instituições envolvidas na emissão desse título, em especial, da instituição depositária; (ii) o estabelecimento de um regime de prestação compulsória de informações específico que visa a prover os investidores locais com documentos e informações suficientes para uma compreensiva análise dos riscos inerentes à aplica-

15 Cf. IOSCO. International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers. 1998. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>. Acesso em: 18 de abril de 2022. No mesmo sentido, v. IOSCO. *International Disclosure Principles for Cross-border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers* – Final Report. 2007. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>. Acesso em: 18 de abril de 2022.

16 Três dos princípios emitidos pela IOSCO são dedicados à cooperação internacional. São eles: (i) Princípio 13 *("the Regulator should have authority to share both public and non-public information with domestic and foreign counterparts"); (ii) Princípio 14 ("Regulators should establish information sharing mechanisms that set out when and how they will share both public and non-public information with their domestic and foreign counterparts"; e (iii) Princípio 15 ("the regulatory system should allow for assistance to be provided to foreign Regulators who need to make inquiries in the discharge of their functions and exercise of their powers").* Cf. IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*, p. 7. 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>. Acesso em: 18 de abril de 2022.

17 Cf. OECD. G20/OECD *Principles of Corporate Governance*, 2015, p. 17 e 33. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en>. Acesso em: 18 de abril de 2022.

ção de recursos em DRs; (iii) a delimitação dos perfis dos investidores que podem negociar esse tipo de valor mobiliário; (iv) a fixação de requisitos para a qualificação de uma empresa sediada no exterior como emissor estrangeiro; e, por fim, combinando alguns desses mecanismos; (v) a segmentação dos programas de DRs em diferentes níveis de acordo com características, tais como a necessidade ou não de registro do emissor, regime de prestação de informações, público investidor e mercado de negociação.

Paralelamente a essas estratégias, cientes da relevância da cooperação internacional não apenas no que diz respeito à distribuição de DRs, mas também em razão da crescente globalização dos mercados, reguladores do mercado de capitais de todo o mundo, inclusive a CVM, se tornaram signatários do *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information* ("MMoU") elaborado em 2001 pela IOSCO.

Esse memorando representa o entendimento comum sobre como seus signatários devem atuar no que diz respeito à consulta, cooperação e troca de informações no âmbito da aplicação de regras relativas ao mercado de valores mobiliários e, assim, busca prover os reguladores com mecanismos para combater fraudes e condutas ilícitas que podem desestabilizar o mercado de capitais a nível global e enfraquecer a confiança dos investidores.[18]

III. O desenvolvimento da regulamentação aplicável aos BDRs

As seções que seguem examinam como o regulador brasileiro enfrentou os problemas inerentes aos DRs, percorrendo a evolução da regu-

18 No momento de elaboração deste artigo, 129 entidades são signatárias do Apêndice A do MMoU da IOSCO, enquanto 6 entidades são signatárias do Apêndice B do MMoU, cf. informação disponível em <https://www.iosco.org/about/?subSection=mmou&subSection1=signatories>. Acesso em: 21 de junho de 2023.

lamentação da CVM a respeito dos BDRs e os movimentos pendulares que caracterizaram o desenvolvimento desse regime jurídico, passando por 5 grandes reformas (em 2000, 2006, 2009, 2020 e 2023).[19]

A) O REGIME JURÍDICO INICIAL DOS BDRS

A despeito de estarem previstos na legislação desde meados da década de 1960,[20] foi somente 30 anos depois, no contexto de abertura do mercado nacional e busca por investimentos estrangeiros, que os certificados de depósitos passaram a efetivamente contar com um regime jurídico delineado no âmbito da regulamentação. Isso ocorreu, mais especificamente, em 1996, quando o Comitê Monetário Nacional, por meio da Resolução CMN n° 2.318, lançou as bases para a distribuição de BDRs no Brasil.

Além de definir esses valores mobiliários como "certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior e emitidos por instituição depositaria no Brasil" e de estabelecer algumas regras sobre a responsabilização das instituições custodiante e depositária, a Resolução CMN n° 2.318, de 1996, também delegou à CVM e ao Banco Central, em suas respectivas esferas de atuação, poderes para emitir normas complementares àquela regra, bem como consignou a competência da CVM para o exame e a aprovação prévia dos programas de certificados de depósito de valores mobiliários.[21]

---

19 Sobre o assunto, v. também: MOUTA, Flávia; VILLAR, Luís; PELLINI, Patrícia; e GIOVANINI, Raphael. *O conceito de emissor estrangeiro no mercado de capitais brasileiro: o início, o meio e o "fim"*. In: PITTA, André Grunspun; PEREIRA, Guilherme Setogutti J. Direito Societário e Outros Temas de Direito Empresarial Aplicado. São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 295-304.

20 Os DRs, então denominados "certificados de depósito em garantia", apareceram pela primeira vez no ordenamento jurídico nacional no art. 31 da Lei nº 4.728, de 1965, cf. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*: volume I, tomo II. São Paulo: FGV Editora, 2015, pp. 334 e ss.

21 Cf. Art. 2º da Resolução CMN n° 2.318, de 1996, e arts. 1º, I, 3º, parágrafo único, e 10 e ss., do regulamento anexo à Resolução CMN n° 2.318, de 1996.

No mesmo ano, a CVM editou a Instrução CVM n° 255[22] que buscava endereçar os problemas típicos de DRs. Exemplo dessa afirmativa é a regra segundo a qual somente seriam admitidos o registro de BDRs lastreados em valores mobiliários de emissores sediados em países cujos respectivos reguladores tivessem celebrado com a CVM acordo bilateral de cooperação acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações.[23] Foi também com a Instrução CVM n° 255, de 1996, que a regulamentação nacional adotou pela primeira vez a divisão dos programas de BDRs entre "patrocinados" e "não patrocinados" – a depender da existência ou não de acordo com o emissor estrangeiro para a execução do programa –, bem como os segmentou em três diferentes níveis, quais sejam, BDR Nível I Patrocinado ou Não Patrocinado; BDR Nível II Patrocinado; e BDR Nível III Patrocinado.

O regime instituído pela Instrução CVM n° 255, de 1996, não limitava os BDRs a um público de investidores específico, de modo que qualquer investidor poderia negociar tais valores mobiliários. A norma também continha conceitos muito amplos acerca dos emissores estrangeiros e dos critérios necessários para averiguar tal condição, que em síntese se resumia ao local em que se situava a sede da "companhia aberta, ou assemelhada", que deveria ser "no exterior".[24]

As regras contidas na Instrução CVM n° 255, de 1996, compunham um regime bastante limitado e pouco coeso e, talvez por essa razão, apenas quatro anos após sua introdução, a regulamentação sobre BDRs foi inteiramente reformulada com a edição de duas novas normas.

---

22 A partir de 1999, com a edição da Instrução CVM n° 317, passaram a também existir normas específicas sobre outros programas vinculados a ações de companhias abertas brasileiras e destinados à negociação no exterior. Esses programas, contudo, não são o foco do presente artigo.

23 Cf. Art. 9° da Instrução CVM n° 255, de 1996.

24 Na realidade, a norma sequer continha uma definição do que seria um emissor estrangeiro, que deveria ser extraído dos conceitos de "BDRs" e de "Empresa Patrocinadora", contidos, respectivamente, nos incisos I e IV do art. 1° da Instrução CVM n° 255, de 1996. Ambos exigiam que a sede do emissor estivesse situada no exterior.

b) As Instruções CVM nº 331 e nº 332, de 2000 e as reformas de 2006

As Instruções CVM n° 331 e nº 332, ambas editadas em 2000, representam um importante marco na evolução da regulamentação sobre os certificados de depósito e seus emissores. Em especial, porque foi a partir delas que, seguindo o sistema de duplo registro previsto na Lei nº 6.385, de 1976 – que exige o registro tanto do emissor de valores mobiliários (art. 21) quanto da própria emissão (art. 19) –, as normas relativas aos DRs foram segregadas em dois diplomas distintos: o primeiro (no caso, a Instrução CVM nº 331, de 2000), relativo ao registro do emissor; o segundo, referente ao registro do programa de BDR (no caso, a Instrução CVM nº 332, de 2000).

O novo regime também passou a prever disposições específicas sobre quais públicos ou perfis poderiam ou não negociar BDRs a depender da qualificação do programa, restringindo a investidores mais sofisticados boa parte dessas categorias.[25] A referida norma também previu a possibilidade de responsabilização dos diretores das instituições depositárias.

O sistema instituído pelas regras editadas em 2000 foi objeto de reiteradas reformas ao longo dos anos. Uma das principais foi implementada por meio da Instrução CVM nº 431, de 2006.[26] A referida Instrução ajustou o grupo de investidores que poderiam negociar BDRs Nível I e determinou que os BDRs Nível I passassem a ser negociados em segmentos específicos dos sistemas de negociação.[27] Tal instrução também inovou ao admitir, como lastro para a emissão de BDRs, valores mobi-

---

25 Assim, por exemplo, a negociação de BDRs Patrocinados de Nível I foi originalmente limitada a, dentre outros participantes, instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, pessoas jurídicas com patrimônio líquido superior a R$ 5.000.000,00, por carteiras de valores mobiliários com valor superior a R$ 500.000,00, desde que administradas discricionariamente por administrador autorizado pela CVM. Cf. Art. 3º, §1º, I, "d", da Instrução CVM n° 332, de 2000 (redação original).

26 A Instrução CVM n° 332 passou por diversas outras adaptações, tais como alterações pontuais nos tipos de investidores autorizados a adquirir BDRs, e a possibilidade de distribuição de BDRs de Nível III por meio de ofertas públicas com esforços restritos. Nesse sentido, v. as Instruções CVM n° 456, de 2007, nº 469, de 2008, nº 493, de 2011, nº 551, de 2014, nº 554, de 2014 e nº 585, de 2017.

27 Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 6, de 2005, p. 1.

liários emitidos por emissor sediado em país cujo regulador não tivesse acordo bilateral de cooperação com a CVM, desde que essa jurisdição fosse signatária do memorando multilateral da IOSCO.[28]

c) A reação da CVM a irregularidades detectadas no setor de BDRs

Três anos depois da reforma de 2006, a regulamentação da CVM sobre BDRs sofreu uma profunda revisão decorrente da edição da Instrução CVM nº 480, de 2009, precedida pela Audiência Pública SDM n° 7, de 2008, que, dentre outras mudanças, revogou a Instrução CVM n° 331, de 2000.

A Instrução CVM nº 480, de 2009, é um importante marco na história da regulamentação da CVM, uma vez que foi com ela que a autarquia consolidou os procedimentos para registro e regime de prestação compulsória de informações pelos emissores de valores mobiliários em geral, compreendendo, inclusive, os emissores estrangeiros, com exceção apenas dos fundos, clubes de investimento e sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, que permaneceram sujeitos a regulamentação específica.

Especificamente no que diz respeito aos emissores estrangeiros, a leitura do edital da referida Audiência Pública SDM n° 7, de 2008, permite notar uma crescente cautela da autarquia quanto ao acesso ao mercado nacional por meio de BDRs por parte de emissores que, embora formalmente estrangeiros, na prática tinham suas operações quase que exclusivamente vinculadas ao Brasil. Dito de outro modo, embora não tenham sido nominalmente citados, os casos antes mencionados de empresas como Laep e Agrenco, que se valeram de lacunas da legislação nacional para fins de realização de arbitragem regulatória, influenciaram a CVM a reagir e impor critérios mais rígidos para a emissão de BDRs.

---

28 Isso porque, nessa hipótese, não faria sentido condicionar o registro dos programas de BDRs à existência de acordo bilateral de cooperação entre a autarquia e o regulador estrangeiro, tendo em vista as obrigações de intercâmbio de informações a que se sujeitam os signatários do MMoU. Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 2, de 2006, p. 1.

A autarquia tinha como objetivo coibir um movimento deliberado por parte de algumas companhias nacionais de se evadir da legislação societária local, enquanto simultaneamente mantinham acesso à captação de recursos no mercado nacional, como se emissores estrangeiros fossem. Mais do que isso, a experiência regulatória revelava que a escolha dos emissores supostamente estrangeiros por certas jurisdições para a fixação de suas respectivas sedes decorrida justamente da maior permissividade de seus regimes jurídicos.[29]

---

29 Nesse sentido, vale transcrever um relevante trecho do edital da Audiência Pública SDM nº 7, de 2008: "[a]tualmente, basta que o emissor tenha sede fora do Brasil. A regra atual permitiu que muitas empresas cujas atividades são predominantemente desenvolvidas no Brasil constituíssem holdings estrangeiras e captassem recursos no mercado de valores mobiliários brasileiros como emissores estrangeiros.

A CVM não deseja restringir a vinda de emissores estrangeiros para o mercado brasileiro. Ao contrário, a CVM acredita que o Brasil tem a capacidade de se tornar, ao menos, um centro regional de liquidez na América Latina e isso contribuiria para o crescimento sadio do mercado de valores mobiliários. No entanto, a CVM entende que uma regulamentação que permita que emissores nacionais se organizem como empresas estrangeiras é indesejável.

Embora não haja dúvida de que tanto os emissores estrangeiros, quanto seus administradores e controladores, estão sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 1976, não é claro que se possa exigir desses emissores o cumprimento da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. É a Lei nº 6.404, de 1976, que estabelece as regras societárias das companhias brasileiras, a estrutura administrativa, e, mais importante, o regime de responsabilidade dos administradores. As normas aplicáveis ao emissor estrangeiro a esse respeito são aquelas do país no qual ele foi constituído. Este regime híbrido é adequado quando o emissor é uma empresa que efetivamente tem atividades no país onde foi constituída. Por exemplo, um emissor constituído na Argentina que efetivamente tenha atividades nesse país, estará sujeito a regras societárias locais e a um regime local de responsabilidade de administradores. Tais regras podem ser distintas das brasileiras, mas elas certamente existem e há um regulador com interesse em aplicá-las.

O problema não é o mesmo quando a empresa tem suas atividades predominantemente no Brasil e escolhe outro país para a sua sede. A prática mostra que os emissores geralmente escolhem países que adotaram regimes jurídicos extremamente flexíveis para empresas que se constituam sob suas leis, mas que não tenham atividades naquele país. Tais regimes oferecem muito pouca proteção aos investidores. Ainda que se escolhesse um país cujas regras sejam tão ou mais rigorosas que as brasileiras, o regulador desse país teria muito poucos incentivos para gastar recursos na fiscalização e aplicação de tais regras em relação a empresas que têm exclusivamente a sede em seu país. Isto porque, provavelmente, não haveria investidores ou qualquer outra espécie de prejudicados em sua jurisdição. Naturalmente, essas jurisdições direcionariam mais esforços para coibir práticas cujos afetados fossem residentes do país.

Por essas razões, não é adequado que empresas na prática nacionais, seus administradores e controladores, possam se esquivar do cumprimento da Lei nº 6.404, de 1976.", cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 7, de 2008, pp. 23-24.

Assim, a CVM propôs introduzir no regime de BDRs novos critérios para averiguar se um emissor seria, de fato, um emissor estrangeiro. As alterações propostas pela CVM foram objeto de inúmeros comentários. Em especial, um dos participantes da Audiência Pública SDM nº 7, de 2008, propôs à CVM que fosse exigida a adoção de práticas de governança corporativa equivalentes àquelas já estabelecidas pela Lei nº 6.404, de 1976, por parte dos emissores estrangeiros que desenvolvessem suas atividades preponderantemente no Brasil.

A CVM não acatou essa sugestão e pontuou as razões para isso. Primeiro, porque tal exigência iria contra a histórica abordagem da autarquia em relação aos emissores estrangeiros, que sempre foi a de pautar sua regulamentação por meio do estabelecimento de regras de transparência, e não em regras materiais sobre a organização interna desses emissores. Segundo, porque a autarquia reconheceu suas próprias limitações acerca das possibilidades de constranger tais emissores a se adequarem ao regime brasileiro e ao que a CVM entendia serem as melhores práticas aptas a trazer segurança e higidez ao mercado nacional.[30]

Como resultado de todas essas discussões, além de explicitamente restringir, pela primeira vez, os tipos de valores mobiliários aptos a servirem como lastro dos BDRs às ações,[31] a Instrução CVM nº 480, de 2009, em sua redação original, passou a definir que não seria consi-

30 Nas palavras da autarquia: "[n]ão é tradição da CVM estabelecer estruturas desejáveis para a organização interna dos emissores de valores mobiliários. Até o presente momento, a CVM optou por exigir transparência a respeito de tais estruturas para que o investidor consiga julgar a solidez e adequação da organização interna do emissor em relação ao seu porte e atividade", cf. Relatório da Audiência Pública SDM nº 7, de 2008, p. 93.

31 Tal apontamento é relevante na medida em que, até aquele momento, inexistia na regulação brasileira uma clara restrição acerca de quais tipos de valores mobiliários seriam aptos a servirem de lastro aos BDRs. Ao contrário, a norma anterior tratava do tema de maneira genérica, muito embora fosse possível, de sua leitura, perceber uma clara indicação de que somente as ações seriam passíveis de serem utilizadas como lastro para a emissão de BDRs. Esse ponto, aliás, foi objeto de discussão em âmbito de precedentes da CVM. Por exemplo, no Processo CVM nº RJ2007/8152, Rel. Dir. Sérgio Weguelin, julgado em 01.04.2008, foi apreciada a possibilidade de valores mobiliários representativos de dívida serem utilizados para lastrear BDRs - nesse caso, vencido o Relator, que se manifestou favoravelmente ao pleito, o Colegiado da CVM entendeu que o assunto mereceria melhor reflexão e, assim, decidiu que não seria possível, naquele momento, aprovar a pedido então formulado.

derado emissor estrangeiro aquele que: (i) tivesse sua sede no Brasil; ou (ii) cujos ativos localizados no Brasil correspondessem a 50% ou mais daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representasse a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação.[32]

Entre a sua edição, em 2009, e a edição da Resolução CVM nº 3, de 2020, já mencionada na introdução deste trabalho, as regras relativas aos emissores estrangeiros previstas na Instrução CVM n° 480 foram modificadas uma única vez. Por meio dessa alteração, que ocorreu por meio da Instrução CVM n° 585, de 2017,[33] a CVM buscou fazer pequenas adaptações para o "aprimoramento da regulamentação no âmbito dos emissores estrangeiros e dos BDRs, eliminando potenciais entraves regulatórios para o desenvolvimento deste mercado sem, contudo, alterar as normas que visam garantir o funcionamento regular dos mercados, tal como a definição de emissor estrangeiro".[34]

d) A flexibilização da distribuição de BDRs aos investidores de varejo

As modificações trazidas com as reformas de 2000, 2006 e 2009 na regulamentação de BDRs, como visto, constituem bons exemplos de como a CVM, por um lado, não deixou de responder aos anseios do mercado introduzindo ajustes nas regras para fomentar os BDRs, mas, por outro, sempre buscou conciliar essas modificações com regras destinadas à proteção aos investidores.

A autarquia adotou essa mesma abordagem na reforma da regulamentação aplicável aos BDRs implementada por meio da Resolução CVM nº 3, de 2020, precedida pela Audiência Pública SDM nº 8, de 2019, que teve entre os seus principais objetivos alterar o conceito de

---

32 Cf. Art. 1º, §1º, do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480, de 2009.

33 Mais precisamente, essas alterações trazidas com a Instrução CVM n° 585, de 2017, foram: (i) a permissão da distribuição de BDRs Patrocinados de Níveis I e II em ofertas públicas com esforços restritos; (ii) a alteração do procedimento de dispensa da verificação de enquadramento na condição de emissor estrangeiro; e (iii) a inclusão de BDRs no rol de ativos das carteiras dos clubes de investimento.

34 Cf. Relatório da Audiência Pública SDM n° 7, de 2016, p. 1.

emissor estrangeiro e tratar das hipóteses em que investidores de varejo poderiam adquirir BDRs Nível I.

A Resolução CVM nº 3, de 2020, passou a definir como estrangeiro o emissor que tenha sede fora do Brasil,[35] expurgando desse conceito, portanto, os requisitos referentes à localização da maioria de seus ativos. A intenção da autarquia não foi o de retomar o regime anterior a 2009, mas sim de estabelecer algumas condições objetivas, que, se satisfeitas, permitiriam que um emissor estrangeiro pudesse emitir BDRs ainda que seus ativos estivessem localizados ou suas receitas fossem preponderantemente provenientes do Brasil. Nesse sentido, foram criados dois conceitos muito importantes para o arcabouço jurídico de BDRs instituído por meio da Resolução CVM nº 3, de 2020, quais sejam, o conceito de "principal mercado de negociação" e o conceito de "mercado reconhecido".

Esses conceitos foram utilizados com duas funções distintas na regulamentação. Primeiro, eles foram usados para flexibilizar a definição de emissor estrangeiro quando os ativos desse emissor estivessem localizados ou suas receitas fossem predominantemente geradas no Brasil, criando dois critérios distintos e alternativos que qualificavam um emissor a ter suas ações como lastro de BDRs, quais sejam, o critério dos ativos e receitas,[36] de um lado, e o critério do principal mercado de negociação reconhecido, de outro.[37]

O conceito de principal mercado de negociação se refere ao ambiente em que os valores mobiliários de um determinado emissor es-

---

35 Cf. Art. 1º, §1º, I, do Anexo 32-I da Instrução nº 480, de 2009, conforme alterada.

36 Como se nota, diferentemente do regime anterior - que só mencionava a localização da maioria dos ativos para a caracterização de um emissor estrangeiro -, com a edição da Resolução CVM nº 3, de 2020, também o local de proveniência da maior parte das receitas passou a ser concomitantemente considerado para esse fim. Ao explicar essa alteração, a CVM se manifestou da seguinte maneira: "[e]mbora 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", cf. Relatório da Audiência Pública SDM nº 8, de 2019, p. 8.

37 Cf. Art. 1º do Anexo 32-I da Instrução nº 480, de 2009, conforme alterada.

trangeiro tenham, nos doze meses anteriores, apresentado maior volume de negociação; ou, caso o emissor estrangeiro esteja em processo de realização de oferta pública inicial de distribuição de ações, o país em que o emissor estrangeiro obtenha a maior parte dos recursos da oferta pública inicial de distribuição das ações. Em ambos os casos, é necessário que os valores mobiliários desse emissor sejam listados ou tenha sido pleiteada a listagem na referida jurisdição.[38]

O outro conceito introduzido pela reforma de 2020 foi o de mercado reconhecido. Nos casos em que a companhia, com mais da metade de seus ativos localizados ou receitas geradas no Brasil, pleiteasse a qualidade de emissor estrangeiro por ter como principal mercado de negociação outra jurisdição, referido mercado deveria ser uma bolsa de valores com sede fora do Brasil e em país cujo órgão regulador tivesse celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou seja signatário do MMoU da IOSCO; e, cumulativamente, ser classificada como um mercado reconhecido no regulamento, aprovado pela CVM, de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários – no caso, a B3.[39]

A classificação de um mercado reconhecido, por sua vez, deve considerar, dentre outros fatores, a transparência, a adequada prestação de informações, a liquidez, o histórico e os mecanismos de proteção a investidores existentes no mercado estrangeiro; e os riscos à preservação da integridade e higidez do mercado que administra e da sua imagem e reputação, enquanto entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários.[40] Neste momento, apenas seis bolsas de valores são consideradas como mercados reconhecidos.[41]

---

38 Cf. Art. 1º, §1º, II, do Anexo 32-I da Instrução nº 480, de 2009, conforme alterada.

39 Cf. Art. 1º, §7º, do Anexo 32-I da Instrução nº 480, de 2009, conforme alterada.

40 Cf. Art. 1º, §8º, do Anexo 32-I da Instrução nº 480, de 2009, conforme alterada.

41 São elas: (i) New York Stock Exchange (NYSE); (ii) Nasdaq Stock Market; (iii) Amsterdam Stock Exchange (Euronext Amsterdam); (iv) Toronto Stock Exchange (TSX); (v) London Stock Exchange (LSE); e (vi) e Cboe BZX Exchange, Inc. (CBOE BZX). Cf. B3. *Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários,* p. 20.

Ao promover essas alterações e fixar esses critérios, a CVM entendeu que empresas com grande exposição no Brasil que procuram mercados mais maduros para realizarem suas ofertas iniciais, cumprindo com a regulamentação desses mercados e se sujeitando ao grande nível de supervisão privada (*private enforcement*) presente nestas jurisdições, não o fazem na tentativa de fugir à regulamentação societária brasileira, uma vez que se submetem a um regime, em grande medida, mais rigoroso e oneroso que aquele imposto para os emissores brasileiros.[42]

A Resolução CVM nº 3, de 2020, assim, não impôs a emissores, mesmo aqueles com grande expressão econômica no Brasil, práticas de governança exigidas pela legislação societária brasileira. Ao contrário, a estratégia adotada para evitar a ocorrência de eventuais arbitragens regulatórias – tais como aquelas que ensejaram a reforma de 2009 – foi a de se pautar na higidez do regime jurídico do principal mercado de negociação do emissor estrangeiro, tal como evidenciada quando de sua qualificação como mercado reconhecido no regulamento da B3.

Uma segunda função do conceito de mercado reconhecido foi o de permitir que investidores de varejo tivessem acesso a BDRs Nível I quando o mercado de maior volume de negociação dos ativos que lastreiam o BDR, nos doze meses anteriores, fosse um mercado reconhecido e o emissor estivesse sujeito à supervisão da entidade reguladora de referido mercado.

O objetivo do segundo uso desse conceito é, portanto, o de dar aos investidores de varejo brasileiros a possibilidade de acessarem ativos estrangeiros de grandes emissores globais que não se dispõem a fazer uma oferta

42 Esse entendimento fica claro da leitura do edital do Audiência Pública SDM nº 8, de 2019. Vale transcrever um excerto nesse sentido: "[d]e fato, na visão da CVM, os custos e benefícios que recaem sobre emissores para acessar mercados externos mais maduros tornam improvável que companhias brasileiras enxerguem nesse movimento uma possibilidade de acessar a poupança popular brasileira sem se sujeitar à legislação societária local, prática já observada no passado e que ensejou o regime mais restritivo previsto na Instrução CVM nº 480. Por outro lado, ainda que a evasão à legislação societária brasileira não venha a ser uma motivação relevante para companhias com ativos no Brasil emitirem BDR, essas companhias podem ter interesse em fazê-lo por razões variadas e, se as propostas ora apresentadas forem adotadas, encontrarão um regime mais flexível para fazê-lo. [...]", cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 8, de 2019, p. 2.

pública ou assumir qualquer outra obrigação perante o regulador brasileiro, mas que são listados e supervisionados em um dos mercados reconhecidos – assim presumivelmente hígidos sob o ponto de vista de proteções e salvaguardas – e que, naturalmente, atraem o interesse dos investidores brasileiros.

Com essas alterações, os investidores de varejo no Brasil passaram a poder acessar: (i) BDR Nível III patrocinados, cujo emissor tivesse adquirido o *status* de emissor estrangeiro por meio de qualquer dos critérios possíveis (isto é, de "ativos e receitas" ou "mercado reconhecido"); ou (ii) BDR Nível I (patrocinados ou não patrocinados), desde que o emissor fosse listado em um mercado reconhecido e estivesse sujeito a um regulador estrangeiro.

d) A consolidação do regime jurídico aplicável aos BDRs e aos emissores estrangeiros

Em julho de 2021, a CVM deu início a Audiência Pública SDM nº 3, de 2021, com o objetivo de consolidar, na regulamentação aplicável aos BDRs, as respostas dadas pelo Colegiado aos casos que revelaram lacunas nas normas até então vigentes. Esse processo de discussão resultou na emissão, em 2023, das Resoluções CVM nº 182 e 183. A Resolução CVM nº 183 é uma norma alteradora da Resolução CVM nº 80, de 2022, que dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. A Resolução CVM nº 182, por sua vez, dispõe especificamente sobre os certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro em ações, certificados de depósito de ações ou em valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior.

O arcabouço jurídico vigente excluiu o conceito de "companhia aberta ou assemelhada" para tratar dos emissores estrangeiros cujos valores mobiliários podem lastrear BDRs. Assim, um emissor estrangeiro é definido pelas normas como a entidade com sede no exterior que reúna as seguintes características: (i) personalidade jurídica própria; (ii) responsabilidade de seus acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas; (iii) admissão dos valores mobiliários emitidos à negocia-

ção em mercado de valores mobiliários; (iv) manutenção de registro junto a um supervisor local, que também seja responsável por supervisioná-lo; (v) administração delegada, tendo como instância máxima um órgão colegiado; e (iv) direito de acionistas a voto e a dividendos, admitidas limitações e diferenciações entre espécies e classes de ações de sua emissão.[43]

A obtenção do registro de emissor estrangeiro passa a considerar, a critério do próprio emissor, a adoção de uma de três possíveis vias. A primeira é o emissor estrangeiro ter como principal mercado de negociação uma bolsa de valores que: (i) tenha sede no exterior cujo supervisor local (i.a) tenha acordo de troca de informações com a CVM ou (i.b) seja signatário do MMoU da IOSCO; e (ii) seja classificada como mercado reconhecido.[44]

A segunda via é o emissor estrangeiro (i) ser um emissor estrangeiro há mais de 18 meses; e (ii) nos 18 meses anteriores: (ii.a) ter mantido ininterruptamente ao menos 10% das ações representativas de seu capital social em circulação; e (ii.b) ter mantido, na soma do volume financeiro de negociação no exterior de ações e de certificados de depósito de valores mobiliários lastreados em ações, montante médio diário igual ou superior a R$10.000.000,00.[45]

A última via é o emissor estrangeiro ter sede em país cujo supervisor local tenha celebrado com a CVM acordo bilateral específico voltado a cooperação, troca de informações e aumento da efetividade das medidas de fiscalização e supervisão, inclusive das que digam respeito aos emissores de valores mobiliários sediados naquele país. Vale dizer que a norma estabelece que, ao decidir sobre a celebração de acordo bilateral com outro país, a CVM deve considerar o arcabouço legal e regulatório de proteção a direitos de acionistas e de titulares de valores mobiliários representativos de dívida no país da sede do emissor estrangeiro.[46]

Para que os BDRs Nível I (patrocinados ou não patrocinados) que tenham como lastro ações sejam negociados por investidores de varejo é

---

43 Cf. Art. 2º, IV, da Resolução CVM nº 182, de 2023.
44 Cf. Art. 3º da Resolução CVM nº 183, de 2023.
45 Cf. Art. 4º da Resolução CVM nº 183, de 2023.
46 Cf. Art. 5º da Resolução CVM nº 183, de 2023.

preciso que o principal mercado de negociação do emissor estrangeiro seja bolsa de valores que: (i) tenha sede no exterior cujo supervisor local (i.a) tenha acordo de troca de informações com a CVM ou (i.b) seja signatário do MMoU da IOSCO; e (ii) seja classificada como mercado reconhecido.[47]

Para BDRs que tenham como lastro um título de dívida, a aquisição por investidores de varejo também é admitida se (i) o principal mercado de negociação não for uma bolsa de valores, desde que seja um mercado organizado, ou (ii) o emissor seja uma entidade brasileira, independentemente de qual seja seu principal mercado de negociação.[48]

Em outras palavras, portanto, os conceitos de principal mercado de negociação e de mercado reconhecido introduzidos originalmente pela Resolução CVM nº 3, de 2020, bem como as suas funções, foram mantidos pela CVM no âmbito do regime ora vigente.

Por fim, duas outras importantes mudanças introduzidas pela reforma de 2023 foram, de um lado, conferir uma maior clareza quanto ao papel esperado dos reguladores estrangeiros que atuam sobre as jurisdições em que os valores mobiliários admitidos como lastro de BDR são negociados, uma vez que a norma esclarece que o regulador local deve manter registro do emissor, bem como ser responsável por supervisioná-lo;[49] e, de outro, instituir um regime de prestação de informações por parte de entidades de investimento mais compatível com a natureza desses emissores.[50]

IV. A governança de emissores estrangeiros e a atuação da CVM

A análise da evolução regulatória feita nas seções anteriores demonstra que a CVM evitou se imiscuir em temas relativos à governança de emissores estrangeiros, apesar de muitas vezes reconhecer que o regime jurídico primário dessas empresas era mais frágil que a legislação societária nacional em matérias importantes para a proteção dos investidores.

---

47 Cf. Art. 16 da Resolução CVM nº 182, de 2023.

48 Cf. Art. 16, §2º, da Resolução CVM nº 182, de 2023.

49 Cf. Art. 2º, IV, "d", e parágrafo único, da Resolução CVM nº 182, de 2023.

50 Cf. Art. 8º, §1º, da Resolução CVM nº 182, de 2023.

De fato, ao longo dos anos, eventuais distorções decorrentes das diferenças entre esses regimes jurídicos e as salvaguardas presentes na legislação brasileira foram tratadas por meio de alterações nos requisitos de qualificação dos emissores estrangeiros e não impondo a esses emissores a adoção de mecanismos e práticas previstos na legislação nacional.[51]

Em grande medida, é justamente por ter alterado substancialmente essa postura histórica que o Caso Navios, em meio a tantos outros que foram apreciados imediatamente após a edição da Resolução CVM nº 3, de 2020,[52] suscitou e ainda vem suscitando, mesmo após a edição das Resoluções CVM nº 182 e nº 183, de 2023, amplos debates no mercado brasileiro. Em especial, porque o Caso Navios colocou em evidência, nas palavras da própria autarquia, "potenciais desafios a que a CVM estaria submetida para exercer seu poder-dever de proteção geral aos investidores do mercado de capitais brasileiros e de garantir o funcionamento regular e eficiente do mercado".[53]

Assim, os parágrafos abaixo descrevem as particularidades do Caso Navios e, em seguida, exploram os motivos pelos quais a aplicação da tese fixada nesse precedente não deve ser estendida aos casos em que o emis-

---

51 Essa postura histórica da CVM fica clara, por exemplo, da leitura dos seguintes excertos do edital da Audiência Pública SDM nº 2, de 2006, que precedeu a edição da Instrução CVM 431, de 2006: "A CVM considera que o regime de proteção aos investidores residentes no Brasil é baseado essencialmente na garantia de informações adequadas sobre a companhia emissora dos valores mobiliários que lastreiam a emissão de BDRs, devendo buscar, mediante a regulamentação desses títulos, formas adequadas de garantir que o fluxo de informações para os investidores no Brasil seja mantido durante toda a vigência do Programa. [...] Com as alterações propostas, a CVM espera, a um só tempo, acrescentar novos meios de proteção do interesse dos investidores brasileiros que adquirem BDRs, e permitir que novas emissões sejam realizadas sem perda da qualidade da informação disponível."

52 O primeiro deles foi o Processo CVM nº 19957.001484/2020-95, Rel. SRE, julgado em 22.09.2020 e 6.10.2020, em que foram discutidos os contornos da regra segundo a qual o registro de ofertas de BDRs Nível III deve ocorrer de concomitante à distribuição dos valores mobiliários que servirão de lastro para tais BDRs. Outros precedentes importantes nesse contexto foram o Processo CVM nº 19957.006232/2020-52, Rel. SRE, julgado em 5.1.2021, o Processo CVM nº 19957.006243/2020-32, Rel. SEP, julgado em 12.1.2021, bem como o Processo CVM nº 19957.007302/2020-90, Rel. SRE, julgado em 5.1.2021, nos quais discutiu-se, diante da possibilidade de eventual arbitragem regulatória, se as entidades de investimento (*investment companies*) poderiam ser equiparadas à figuras jurídicas assemelhadas às companhia abertas para fins de seu registro como emissor estrangeiro.

53 Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 3, de 2021, p. 2.

sor estrangeiro pleiteia seu registro na CVM utilizando-se, para tanto, do fato de seu principal mercado de negociação ser um mercado reconhecido.

a) Os contextos fático e jurídico presentes no Caso Navios

O Caso Navios se originou de pedidos concomitantes de registro de emissor estrangeiro e de oferta pública de distribuição primaria e secundária de BDRs Nível III representativos de ações de emissão da Navios South American Logistics, Inc. ("Navios"), uma empresa com menos da metade de seus ativos localizados e receitas provenientes do Brasil, com sede nas Ilhas Marshall e que pretendia realizar, junto à oferta pública brasileira de BDRs, esforços de distribuição de suas ações nas Ilhas Cayman, estando em processo de listagem naquele país.

Os pleitos inicialmente formulados pela Navios foram objeto de questionamentos sob distintos ângulos. De um lado, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") decidiu pela não abertura do prazo de análise do pedido de registro da oferta pública de distribuição da Navios por ter concluído pelo não cumprimento do requisito regulatório de que a oferta pública de BDRs Nível III fosse efetuada ao mesmo tempo da realização, no exterior, da oferta pública de distribuição das ações que lastreavam tais certificados de depósito.

O entendimento da SRE decorreu do fato de a oferta estrangeira da Navios estar prevista para ocorrer nas Ilhas Cayman, país em que, para se realizar uma oferta pública de valores mobiliários, é necessária apenas a admissão à listagem na bolsa de valores local e o cumprimento das regras de listagem da referida bolsa. Isto é, de acordo com o sistema regulatório das Ilhas Cayman, a supervisão da oferta de valores mobiliários é delegada integralmente à bolsa de valores local, inexistindo a participação de um regulador estatal nesse processo, tal como existe no mercado brasileiro, que conta com a CVM, ou no mercado norte-americano, por exemplo, que conta com a *U.S. Securities and Exchange Commission* ("SEC").

O Colegiado da CVM concordou com o entendimento da SRE de que a distribuição nas Ilhas Cayman não preenchia o requisito regu-

latório pela ausência de supervisão de um regulador estatal no processo de emissão de valores mobiliários.[54]

De outro lado, a Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), também decidiu pela não abertura do prazo regulamentar do exame do pedido de registro da Navios como emissor estrangeiro. Dois foram os principais pontos suscitados para fundamentar essa decisão. Primeiro, a SEP mencionou ter dúvidas sobre a efetivo enquadramento da Navios ao requisito previsto na regulamentação de que os BDRs tenham como lastro ações emitidas por emissores estrangeiros que sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação, uma vez que em Cayman não havia regulador estatal.[55]

O segundo e mais relevante ponto reside no entendimento da área técnica de que "os dispositivos societários da Navios traziam riscos excessivos à poupança popular que seria captada na operação", notadamente porque continham disposições que, para a SEP, estavam em flagrante descompasso com princípios básicos e mínimos da legislação societária brasileira.[56] De acordo com a SEP, esses comandos estatutários previam, por exemplo, a expressa permissão para que os administradores da Navios violassem seus deveres fiduciários de diligência e lealdade, bem

---

54 A ata da reunião do Colegiado de 10.11.2020 assim registrou: "[q]uanto ao pedido de registro de oferta pública, o Colegiado, por maioria, acompanhou as conclusões da SRE, no sentido de que a oferta a ser realizada pela Consulente na Cayman Islands Stock Exchange nas Ilhas Cayman não é apta a cumprir o requisito previsto no art. 4º, § 1º, da Instrução CVM 332", cf. Processos CVM nº 19957.005751/2020-01 e 19957.005729/2020-53, Rel. SEP/SRE, j. em 10.11.2020.

55 Para a SEP, na prática, a Navios não teria principal mercado de negociação algum, conforme conceito definido pela norma, pois não teria histórico de negociação no exterior e sua pretensão era de listar BDRs, e não ações, no Brasil. Esse primeiro ponto foi levado à apreciação do Colegiado da CVM em reunião realizada em 29.9.2020. Nessa oportunidade, seguindo entendimento manifestado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado por meio do Memorando nº 10/2020-CVM/SDM/GDN-1, de 21.9.2020, o Colegiado decidiu, contrariamente à posição da SEP, que a regime jurídico vigente não impõe a obrigação de que o principal mercado de negociação do emissor estrangeiro se situe no exterior. Desse modo, no caso da Navios, seu principal mercado de negociação poderia ser o Brasil. Cf. Processo CVM nº 19957.005751/2020-01, Rel. SDM, j. em 29.9.2020.

56 Cf. Memorando nº 126/2020-CVM/SEP/GEA-2, de 29.10.2020, §3º.

como para que atuassem em favorecimento próprio em casos de conflitos de interesses com a companhia.

Mesmo defendendo a inadequação de se utilizar a Lei nº 6.404, de 1976, como parâmetro de comparação de seus dispositivos estatutários, a Navios se dispôs a realizar alterações nas disposições questionadas que, como reconhecido pela própria SEP, endereçariam grande parte das preocupações levantadas. O que importa ressaltar é que a SEP levou ao Colegiado, com respaldo em opinião da Procuradoria Federal Especializada da CVM ("PFE-CVM"),[57] consulta visando a corroborar sua posição quanto à possibilidade de o registro de um emissor estrangeiro ser indeferido pelo fato de que certas disposições de seu estatuto serem incompatíveis com princípios fundamentais previstos na legislação societária brasileira.

Ao apreciar a matéria em reunião realizada em 10.11.2020, o Colegiado da CVM, por maioria, acolhendo parte dos fundamentos expostos pela SEP e pela SRE, concluiu que a área técnica poderia realizar "um juízo de compatibilidade entre o direito societário aplicável ao emissor e aquele existente no Brasil para verificação da existência de garantias essenciais".[58]

---

57 Segundo a PFE-CVM, "o deferimento do presente pedido de registro de emissor, tal como estruturado, tem o potencial de fragilizar o exercício da função regulatória e fiscalizatória da CVM, inclusive o cumprimento de um dos deveres definidos em seu mandato legal, qual seja, a proteção efetiva dos investidores residentes que atuem no mercado de valores mobiliários, alerta que ganha especial relevo se considerado que a oferta se destina a investidores não qualificados. [...] Por consequência e considerando, ainda, a experiência anterior da CVM no caso paradigma citado ao início da presente manifestação, o deferimento do pedido de registro de emissor no caso concreto não parece encontrar suporte naquilo que dispõe o art. 4º, da Lei 6.385/76.", cf. Memorando nº 126/2020-CVM/SEP/GEA-2, de 29.10.2020, §9º.

58 Vale transcrever: "[o] Colegiado decidiu, por maioria, que não obstante a Lei 6.404/76 não ser aplicável ao caso concreto por se tratar de emissor estrangeiro, sujeito portanto à legislação societária de seu país de origem, a análise da concessão de registro deveria pautar-se pelo poder-dever da CVM de proteção geral aos investidores do mercado de capitais brasileiro e de garantia do funcionamento regular e eficiente do mercado, na forma do art. 4º, da Lei 6.385/76, nesse aspecto em linha com as manifestações da SEP e da PFE/CVM no processo.

No entendimento do Colegiado, os deveres impostos pela Lei 6.385/76 à CVM não se restringem, de forma inflexível, à mera garantia aos investidores quanto ao acesso à informação, pois atribuem e impõem à Autarquia também a obrigação de

b) Caso Navios e o conceito de Mercado Reconhecido

Com base na decisão tomada pelo Colegiado da CVM no Caso Navios, a SEP incorporou ao seu ofício-circular anual – documento que orienta os emissores a respeito das principais interpretações daquela área técnica – o entendimento de que tal Superintendência está legitimada a "a considerar, em sentido mais amplo, as regras de proteção oferecidas ao investidor, podendo examinar, diante de um pedido de registro de emissor estrangeiro, se existem elementos mínimos que assegurem a sua proteção, notadamente sobre disposições que estejam em flagrante contraste com os princípios e as diretrizes que orientam o cuidado aos direitos dos investidores e o regular funcionamento do mercado de capitais e a sua idoneidade".[59]

Nessa linha, a SEP passou a exigir, como condição para o deferimento do pedido de registro inicial de um emissor estrangeiro, que este incorpore em suas disposições estatutárias algumas práticas previstas na Lei nº 6.404, de 1976. Em muito ainda influenciada pelos problemas que marcaram o setor de BDRs nas últimas décadas, a SEP vem exigindo, por exemplo, que em aumentos de capital com emissão de ações seja concedido direito de preferência aos antigos acionistas (e, por consequência, aos investidores brasileiros detentores de BDRs), bem como que o estatuto dessas companhias estabeleça limites para negociação com ações próprias, mimetizando o art. 30 da Lei nº 6.404, de 1976.

---

proteger investidores e assegurar a observância de práticas equitativas no mercado de valores mobiliários.

Dessa forma, o Colegiado entendeu que a Lei 6.385/76 autoriza a área técnica a considerar, em sentido mais amplo, as regras de proteção oferecidas ao investidor, podendo examinar, diante de um pedido de registro de emissor estrangeiro, se existem elementos mínimos que assegurem a sua proteção, notadamente sobre disposições que estejam em flagrante contraste com os princípios e as diretrizes que orientam o cuidado aos direitos dos investidores e o regular funcionamento do mercado de capitais e a sua idoneidade. Não se trata, portanto, de dar aplicação indevida à lei societária brasileira, mas de exercer um juízo de compatibilidade entre o direito societário aplicável ao emissor e aquele existente no Brasil para verificação da existência de garantias essenciais", cf. Processos SEI nº 19957.005751/2020-01 e 19957.005729/2020-53, Rel. SEP/SRE, j. em 10.11.2020.

59 Cf. Ofício-Circular/Anual-2022-SEP, de 24.2.2022, p. 29; e Ofício-Circular/Anual-2023-CVM/SEP, de 28.2.2023, p. 29.

No entanto, o Caso Navios precisa ser analisado tendo em vista as suas peculiaridades. Isso porque o Colegiado levou em consideração ao menos três outros aspectos para chegar em sua decisão no âmbito desse precedente, os quais parecem ir além da incompatibilidade entre as disposições estatutárias da Navios e mecanismos de proteção previstos na legislação brasileira. O primeiro desses aspectos diz respeito ao fato de a Navios ser uma companhia sediada nas Ilhas Marshall, jurisdição com legislação societária frágil, conforme admitido pelo próprio emissor, e não testada no mercado de capitais nacional ou estrangeiro. Em segundo lugar, o fato de a oferta pública de distribuição de ações que seria realizada pela Navios no exterior – simultaneamente à oferta pública de BDR Nível III a ser realizada no Brasil – estar prevista para ocorrer nas Ilhas Cayman, país que adota um sistema de listagem direta em bolsa de valores com a possibilidade de esforços de venda para qualquer tipo de investidor.

Em outras palavras, na interpretação da maioria do Colegiado, nem o regime jurídico do local de constituição da Navios, nem o regime jurídico do local em que seus valores mobiliários passariam a ser listados, trariam efetiva segurança de que aquela companhia estaria sujeita a um contínuo escrutínio por um órgão regulador independente.

O terceiro aspecto sopesado pelo Colegiado diz respeito ao fato de que, em que pese a existência da oferta pública de ações que ocorreria nas Ilhas Cayman, a operação estava direcionada quase que exclusivamente ao mercado brasileiro e aos seus investidores, sobretudo os de varejo. Dito de outro modo, a dupla listagem da Navios seria mais formal do que concreta, já que, na prática, o Brasil seria essencialmente o único mercado de efetiva negociação desse emissor.

Ocorre que tal situação é muito diferente daqueles emissores estrangeiros que pedem registro com base no critério de mercado reconhecido, uma vez que, nesse cenário, emissores procuram justamente um mercado mais maduro que o brasileiro para realizarem sua listagem. Nesse sentido, conforme já abordado na Seção anterior, a avaliação para se qualificar um mercado reconhecido demanda que a B3 examine os mecanismos de proteção oferecidos por esse mercado. E esse exame não possui nature-

za meramente formal. Ao contrário, "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".[60]

A qualificação de um mercado reconhecido passa também pelo crivo da própria CVM, que precisa aprovar a alteração do regulamento da B3 antes da inclusão de novos mercados reconhecidos. Assim, tanto o regulador quanto o autorregulador brasileiros são responsáveis por examinar a qualidade das regras protetivas estabelecidas por países e bolsas de valores estrangeiros, bem como a efetividade de exigi-las perante o Judiciário ou tribunais arbitrais locais antes de conceder a ela o atributo de mercado reconhecido para fins da regulamentação de BDRs.

Não há, assim, porque exigir que cláusulas estatutárias de emissores estrangeiros que pleiteiam seu registro na CVM com base no critério de que seu principal mercado de negociação é um mercado reconhecido reflitam práticas previstas na legislação societária brasileira, uma vez que isso afastaria suas disposições estatutárias do ambiente regulatório que foi avaliado tanto pela CVM quanto pela B3 previamente à inclusão dessa bolsa de valores no rol de mercados reconhecidos.

Um exemplo ajuda a ilustrar esse ponto. Imagine-se, nesse sentido, um emissor estrangeiro com forte expressão econômica no Brasil que, embora esteja sediado em um país cujo regime societário é considerado mais flexível, venha a ter como o seu principal mercado de negociação alguma bolsa de valores localizadas nos Estados Unidos, como a New York Stock Exchange ("NYSE") ou a Nasdaq – ambas consideradas mercados reconhecidos. Essa estrutura, vale dizer, é muito comum tanto para companhias brasileiras quanto para empresas de outras partes do mundo que negociam suas ações nos Estados Unidos.

As regras de listagem dessas bolsas, embora muito distintas do regime brasileiro, são amplamente testadas e consideradas suficientes para proteger investidores daquele país. Mais que isso, ao menos para assuntos relativos ao mercado de capitais, esse emissor também está sujeito à

60 Cf. Relatório da Audiência Pública SDM nº 8, de 2019, p. 14.

jurisdição do Poder Judiciário americano, inclusive podendo ter ações individuais ou coletivas ajuizadas contra si, ou mesmo contra seus controladores e administradores –área em que aquela jurisdição é bem mais eficiente que o Brasil, uma vez que a necessidade de aperfeiçoamento dos mecanismos de *enforcement* privado são amplamente reconhecidos pela CVM.

Isto é, apesar da maior flexibilidade do regime jurídico do país sede do emissor de BDRs, os investidores brasileiros podem se amparar no fato de que, de um lado, as cláusulas estatutárias dessas empresas estão de acordo com regras de listagem americanas e em muito são similares a de seus concorrente naquele mercado e, de outro, que os Estados Unidos contam com meios efetivos para coibir ações indevidas ou fraudulentas no âmbito do mercado de capitais,[61] logo assegurando, indiretamente, a proteção dos investidores locais – mesmo que as disposições estatutárias do emissor difira de exigências contidas na lei societária brasileira.

Esse entendimento também é corroborado pelo fato de que há consequências potencialmente negativas que decorreriam de uma extensão da possibilidade de ingerência da CVM sobre o estatuto de emissores estrangeiros que venham a pleitear seu registro perante a autarquia. Duas dessas consequências merecem destaque.

A primeira delas reside na constatação de que, se não for corretamente delimitada, a decisão do Caso Navios pode vir a causar assimetria regulatória no regime jurídico aplicável aos distintos programas de BDRs, em especial, pelo fato de os emissores estrangeiros de BDRs de Nível I estarem dispensados de obter registro perante a CVM. E os BDRs Nível I de emissores de mercados reconhecidos hoje podem ser negociados por

---

61 Ainda que fosse possível citar inúmeros estudos e lições doutrinárias para corroborar essa afirmativa, parece ser suficiente transcrever, a respeito, a opinião exarada pela própria SEP em seu memorando no Caso Navios: "[e]ntendemos, com a devida vênia, que é temerária uma captação exclusiva no mercado brasileiro (serão, pelo menos, os únicos investidores de varejo na oferta) de Companhia sediada em paraíso fiscal. A eventual argumentação de que é possível ocorrer captações, por exemplo, nos EUA, por emissores sediados em paraísos fiscais, convém pontuar que tais países [*rectius*, os EUA] têm meios para coibir ação indevida ou fraudulenta contra os investidores locais, inclusive com sanções que extrapolam e muito o mercado de capitais, o mesmo não acontecendo com o mercado brasileiro.", cf. Memorando nº 126/2020-CVM/SEP/GEA-2, de 29.10.2020, §3º.

investidores não qualificados no Brasil e alcançar dispersão semelhante à dos BDRs Nível III, cujos emissores devem ser registrados na CVM.

Dito de outro modo, os investidores pessoas físicas possuem amplo acesso aos BDRs Nível I de emissores cujo principal mercado de negociação é um mercado reconhecido. Esses títulos são emitidos por emissores cujas cláusulas estatutárias não passam por qualquer escrutínio da CVM e que, naturalmente, refletem o regime jurídico em que esses emissores estão sediados ou seus valores mobiliários listados, os quais podem conter, e provavelmente contém, regras muito distintas daquelas existentes na lei societária brasileira.

Assim, ao se exigir que os emissores de BDR Nível III que pleiteiam seu registro de emissor estrangeiro com base no critério do mercado reconhecido sejam regidos por cláusulas estatutárias que mimetizem a Lei nº 6.404, de 1976, cria-se um ambiente de assimetria regulatória entre os emissores dos BDRs Nível III e os emissores de BDRs Nível I, ambos destinados a investidores de varejo, desestimulando as companhias estrangeiras a buscarem aquele primeiro regime, que é, justamente, aquele que prevê regras mais estritas de proteção aos investidores nacionais.

Outra consequência possível de exigir alterações estatutárias de companhias listadas em mercados reconhecidos é que isto pode afastá-las daquilo que são as melhores práticas ou os mecanismos usuais de proteção em seu mercado principal de negociação. Isso porque os mercados reconhecidos podem proteger os interesses dos investidores por meio de práticas muito distintas daquelas adotadas no Brasil, de modo que obrigar essas companhias estrangeiras a adotar mecanismos de proteção típicos da lei societária brasileira em substituição à prática do seu principal mercado de negociação pode colocar o investidor dessa companhia em uma posição pior se comparada aos investidores de companhias listadas naquela outra jurisdição. E, se os mecanismos da lei brasileira não forem os mais comuns naquele mercado, a companhia estrangeira pode ser penalizada por investidores de seu principal mercado de negociação diante da discrepância das cláusulas estatutárias adotadas por essa companhia e a prática local.

A questão relativa ao direito de preferência ilustra bem esse ponto. Isso porque, como se sabe, os regimes societários de diferentes países adotam estratégias regulatórias distintas para endereçar os problemas relativos à emissão de novas ações, notadamente a potencial diluição injustificada da base de acionistas. A doutrina explica que os ordenamentos legais se valem basicamente de três principais estratégias regulatórias para lidar com tais problemas.[62]

A primeira estratégia regulatória usualmente adotada é a alocação da competência para a decisão sobre a emissão de novas ações que, em determinados casos, é atribuída diretamente aos acionistas e, em outros, é conferida ao conselho de administração. Obviamente, levar essa decisão à assembleia geral gera custos e demanda tempo, razão pela qual os regimes jurídicos usualmente submetem a decisão de emissão de novas ações à deliberação dos acionistas em casos restritos, como, por exemplo, quando o aumento de capital ultrapassar o número de ações autorizadas em seu estatuto social. Esse é, por exemplo, o caso dos Estados Unidos.[63] Mas, praticamente nenhuma companhia norte-americana alcança, em nenhum momento, o montante total de seu capital autorizado, pelo que, na prática, "a decisão de emitir ações é, na realidade, uma decisão do conselho que não exige aprovação dos acionistas".[64]

Outra forma de endereçar os problemas relativos à emissão de novas ações é por meio da atribuição do direito de preferência. Na maior parte das jurisdições que adota essa estratégia, isso é feito dentro de certos limites, de modo que a lei possibilita que o órgão competente para deliberar o aumento de capital julgue a adequação ou não de conferir o direito de preferência aos acionistas em determinadas situações. O motivo para tanto é que assegurar preferência para os acionistas subscreverem novas ações leva tempo, impõe custos e pode pôr em risco a própria operação. Por isso, utilizando novamente os Estados Unidos como exem-

62 Cf. VENTORUZZO, Marco. *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis*. Penn State Law Research Paper, n. 43, 2013, p. 1. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=2231124>. Acesso em: 18 de abril de 2022.

63 Cf. Ibid., p. 2.

64 Cf. KRAAKMAN, Reinier et al. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparada e Funcional*. Trad.: Mariana Pargendler. São Paulo: Singular, 2018, p. 342.

plo, os "estados norte-americanos abandonaram os direitos de preferência como regra legal dispositiva".[65-66]

Finalmente, o último mecanismo empregado pelas legislações societárias para lidar com potenciais problemas relativos aos aumentos de capital é por meio dos deveres fiduciários dos administradores. A lógica por trás dessa estratégia é possibilitar que os administradores, que são pessoas presumidamente especializadas e isentas, tenham discricionariedade para decidir a respeito da emissão de ações, sem prejuízo de uma posterior análise se tal decisão se deu de acordo com os seus deveres de diligência e lealdade e em linha com os melhores interesses da companhia e de seus acionistas.

Essas três estratégias jurídicas podem ser utilizadas de forma combinada, como ocorre no arcabouço societário brasileiro.[67] Contudo, há países, como os Estados Unidos, que colocam maior ênfase na análise do cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores como forma de solucionar eventuais impasses relativos à emissão de novas ações.[68] E, vale dizer, os acionistas "nos Estados Unidos quase nunca tentam modificar esse regime inserindo direitos de preferência nos estatutos sociais".[69]

Assim, não parece fazer sentido algum que empresas que venham a pleitear a condição de emissores estrangeiros com base no critério de que o seu principal mercado de negociação é a Nasdaq ou a NYSE tenham que alterar regras de seus estatutos sociais para mimetizar proteções típicas do regime brasileiro como o direito de preferência, que, apesar da importância no regime brasileiro, é obsoleto para o mercado americano e pode impor custos que outras companhias não têm naquele local. Tais

---

65 Cf. KRAAKMAN et al, Ob. Cit., p. 346.

66 Por exemplo, segundo a Delaware Corporate Law (§102 (3) do Título 8), o direito de preferência somente é garantido aos acionistas se expressamente previsto no *certificate of incorporation* da companhia.

67 O regime brasileiro, ao mesmo tempo em que impõe deveres fiduciários aos administradores (cf. Arts. 153 e ss. da Lei nº 6.404, de 1976), prevê o direito de preferência e delimita as hipóteses taxativas em que ele pode ser afastado (Cf. Arts. 171 e 172 da Lei nº 6.404, de 1976).

68 *"In the U.S., directors enjoy broad powers in the issuing of new shares, and there is a greater freedom of contract in regulating preemptive rights in the corporate charter. In the U.S. system, shareholders are mainly protected through fiduciary duties of directors"*, cf. VENTORUZZO, Ob. Cit., p. 1.

69 Cf. KRAAKMAN et al, Ob. Cit., p. 346.

regras são tão estranhas à jurisdição americana que poderiam mesmo ser menos efetivas no contexto de uma ação judicial naquele território do que uma ação com base em deveres fiduciários. Além disso, por se tratar de um mercado reconhecido, o ambiente regulatório presente em tal mercado já é presumivelmente suficiente para proteger os interesses dos investidores brasileiros que venham a se expor aos BDRs emitidos por empresas admitidas nessas bolsas.

E, tal como ocorre com o caso do direito de preferência, há diversas outras regras protetivas consideradas fundamentais à luz da legislação societária brasileira que não se adequam ao regime jurídico vigente em outros países, mesmo naqueles que possuem um ambiente regulatório reconhecido por sua higidez e alto nível de proteção dos investidores.

Pelo exposto, há várias razões para circunscrever o Caso Navios a situações similares àquelas nele encontradas e, sobretudo, para não aplicar esse precedente a companhias que pleiteiam seu registro como emissor estrangeiro com base no critério de mercado reconhecido. A análise de pedidos de registro de emissores estrangeiros que o façam com base no critério de mercado reconhecido não deva passar por uma análise de compatibilidade entre suas cláusulas estatutárias e os mecanismos de proteção previstos na lei brasileira. E a principal dessas razões é que tanto a B3 quanto a CVM, ao terem aprovado o enquadramento de determinada bolsa de valores como um mercado reconhecido, já tiveram a oportunidade de avaliar e, consequentemente, de validar os mecanismos de proteção presentes nesse mercado, ainda que estes sejam distintos dos existentes no Brasil.

c) O Caso Navios e as Resoluções CVM nº 182 e nº 183, de 2023

Por meio das Resoluções CVM nº 182 e nº 183, de 2023, a CVM decidiu que a obtenção do registro de emissor estrangeiro é feita por três vias a critério do emissor, todas de natureza objetiva. Destacar esse ponto é relevante porque a CVM cogitou outros critérios que, se preenchidos, possibilitariam uma entidade a obter o registro de emissor estrangeiro junto a autarquia, sendo que uma das medidas estudadas foi justamente "a previsão

de cláusulas estatutárias que assegurassem direitos mínimos aos acionistas" – o que, naturalmente, possui clara inspiração na situação tratada no Caso Navios. Mas, a própria CVM reconheceu, no edital da referida Audiência Pública, que essa e outras medidas cogitadas "foram consideradas menos efetivas e mais complexas do que as que terminaram por ser adotadas".[70]

Ou seja, ao reformar a regulamentação relativa aos BDR com atualizações nos critérios para a obtenção de registro de emissor estrangeiro, a CVM preferiu não discutir o mérito das cláusulas estatutárias desses emissores e, tampouco, buscou definir que direitos mínimos teriam de ser estatutariamente assegurados aos seus investidores. Ao contrário, por considerar que essa medida seria complexa e pouco efetiva, a CVM optou por critérios objetivos que de alguma forma depositam confiança na jurisdição estrangeira que funciona como mercado de negociação para os valores mobiliários desses emissores.

Dito de outro modo, a CVM, mesmo tendo avaliado e concluído no Caso Navios que tem poderes para exigir alterações no estatuto de emissores estrangeiros no contexto de um pedido de registro, procurou outros critérios e mecanismos para selecionar as empresas estrangeiras que podem atuar no mercado brasileiro. Esses mecanismos e critérios têm em comum a confiança na higidez dos mercados que servem de principal mercado de negociação dos valores mobiliários emitidos por essa companhia estrangeira. Nenhum deles perpassa a imposição de uma mimetização do sistema brasileiro no estatuto ou contrato social de eventuais futuros emissores estrangeiros.

Conclusão

Como se viu, a decisão firmada no Caso Navios deve ser interpretada à luz do espírito que norteou as reformas de 2020 e 2023, de forma que seja respeitada não apenas a autonomia dos emissores estrangeiros em estabelecer suas cláusulas estatutárias, mas também as diferenças nos regimes jurídicos em que eles estão sediados.

---

70 Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 3, de 2021, p. 10.

Em especial, deve ser considerado que o fato de emissor estrangeiro estar listado ou estar pleiteando listagem em um mercado reconhecido que é ou será seu principal mercado de negociação confere conforto suficiente de que os investidores dos BDRs lastreados em valores mobiliários desse emissor estarão devidamente protegidos, não havendo, assim, razão para uma ingerência da CVM sobre os termos das cláusulas estatutárias de tal emissor.

Em resumo, o Caso Navios não legitima a CVM a sempre exigir, no contexto da análise de pedido de registro de emissores estrangeiros, que estes mimetizem em suas disposições estatutárias regras e diretrizes constantes na Lei nº 6.404, de 1976, mesmo aquelas consideradas balizares para sustentar o regime protetivo delineado na legislação societária brasileira, o que é notadamente verdadeiro nos casos em que tais emissores estrangeiros possuam um mercado reconhecido como seu principal mercado de negociação.