



Rio de Janeiro, 30 de julho de 2021.

À  
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado  
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar  
Centro, Rio de Janeiro/RJ  
CEP 20050-901

Att.: Ilmo. Sr. Antônio Carlos Berwanger  
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado  
[audpublicaSDM0321@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0321@cvm.gov.br)

**Ref: Edital de Audiência Pública SDM nº 03/21**

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

O Grupo Leste, plataforma de investimentos alternativos que compreende um conjunto de gestoras com registro na CVM e na U.S. Securities and Exchange Commission, com escritórios no Rio de Janeiro, São Paulo, Miami e Londres (“Grupo Leste”), vem, respeitosamente, à presença de Vossa Senhoria, tecer algumas considerações em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM n.º 03/21, datado de 17 de junho de 2021 (“Edital de Audiência Pública”).

Inicialmente, cumprimentamos a CVM pela louvável e oportuna iniciativa da Audiência Pública SDM nº 03/21, contendo duas minutas de resolução (“Minutas”) para regular os certificados de depósito emitidos no Brasil com lastro em ações ou em valores mobiliários representativos de dívida emitidos no exterior (BDR).

No intuito de contribuir para o aperfeiçoamento das normas propostas nas Minutas, apresentamos nossos comentários e sugestões, colocando-nos ao inteiro dispor desta Autarquia para quaisquer esclarecimentos adicionais que venham a ser necessários, quanto ao conteúdo da nossa manifestação.

## MINUTA A

### Art. 2º, IV, c

- Pode haver emissor estrangeiro que emita apenas dívida no mercado de capitais. Neste caso, suas ações não estarão admitidas em mercado organizado de valores mobiliários.

**Sugestão: Retirar essa alínea.**

---

### Art. 2º, IV, d

“d) manutenção de registro junto a um supervisor local, que também seja responsável por supervisioná-lo”;

- Expandir o conceito de “registro”, que não é necessariamente o mesmo do Brasil. Às vezes, haverá inscrição no supervisor local.
- Redundância: “supervisor” e “supervisioná-lo”. O parágrafo único deste dispositivo já deixa claro que o supervisor local exerce função de supervisão.

**Sugestão: “d) manutenção de inscrição ou registro junto a um supervisor local”;**

---

### Art. 4º, §2º

- O principal mercado de negociação deve poder ser o brasileiro (vide comentários ao art. 3º da Minuta do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480, a seguir). Assim, esse dispositivo deve ser flexibilizado.

**Sugestão: “Caso os valores mobiliários que sirvam como lastro para a emissão de BDR sejam negociados em mais de um país, o disposto no *caput* deve ser aplicado em relação a pelo menos um dos países onde tais valores mobiliários sejam negociados.”**

---

### Art. 4º, §3º

- O cancelamento de ofício de programas cujo supervisor local passe a ser considerado não cooperante é medida extremamente gravosa, cujos principais prejudicados serão os próprios investidores a quem a CVM pretende proteger.
- Da maneira proposta na minuta, o cancelamento pode ocorrer mesmo que o emissor esteja em dia com todas as suas obrigações, causando grande insegurança jurídica. O cancelamento só deveria poder ocorrer após haver descumprimento relevante por parte do emissor de suas obrigações.

- Em regra, a CVM utiliza essa prerrogativa com bastante parcimônia e em relação à emissores que se mostram já em descumprimento reiterado de regras (notadamente fornecimento de informações ao mercado).

**Sugestão: “A CVM pode indeferir o registro de programas lastreados em valores mobiliários admitidos à negociação e custodiados em países cujo supervisor local seja considerado não-cooperante, para fins de assistência mútua para a troca de informações.”**

---

**Art. 11, III**

- Entendemos salutar a manutenção da possibilidade de oferta pública com esforços restritos para BDR patrocinados Nível II. O contrário esvaziaria o propósito Da existência deste Nível II.

**Sugestão: “III - possibilidade de distribuição por oferta pública com esforços restritos, nos termos da regulamentação específica”.**

---

**Art. 12, parágrafo único, I**

- No caso de distribuição por oferta pública com esforços restritos, o cronograma de uma oferta concomitante no exterior pode impedir a realização da oferta pública com esforços restritos no Brasil, cujo procedimento é mais ágil.

**Sugestão: “I – ocorrer concomitantemente com a oferta pública no exterior dos valores mobiliários em que sejam lastreados, no caso de distribuição por oferta pública registrada na CVM;”**

---

**Art. 12, parágrafo único, II**

- Ajustar conforme comentário acima.

**Sugestão: “II – quando aplicável, observar as mesmas restrições a que a oferta pública referida no inciso I esteja sujeita; e”**

---

**Art. 12, parágrafo único, III**

- Entendemos salutar a manutenção da possibilidade de oferta pública inicial com esforços restritos para BDR patrocinados Nível III. Os processos de registro de emissor, do programa de BDR e as próprias restrições à distribuição e negociação advindas da regulamentação das ofertas de distribuição com esforços restritos já protegem os investidores e o mercado de capitais,

possibilitando a manutenção da flexibilidade em termos de cronograma das ofertas com esforços restritos.

- Entendemos que os emissores que desejam ter grande exposição ao mercado e alcançarem uma pulverização de seus investidores naturalmente buscarão efetuar oferta inicial de distribuição registrada na CVM.

**Sugestão: Retirada do inciso III.**

---

**Art. 17, VIII, b**

- No intuito de redução de custos de observância, nos parece demasiado oneroso exigir da instituição depositária uma manifestação fundamentada de que os supervisores locais possuem competência para repassar informações à CVM abrangidas pelo MMoU da IOSCO ou por acordos de cooperação bilaterais firmados pela própria CVM. Entendemos que a própria CVM teria condições para realizar tal avaliação, já que ela é a signatária de tais acordos e teria contato, diretamente ou através da IOSCO, com os supervisores locais.
- No Brasil existem atualmente apenas 2 prestadores de serviços de instituições depositárias. Um aumento desnecessário na carga de responsabilidades e atribuições destes participantes poderia prejudicar ou até mesmo inviabilizar a emissão de BDR Níveis II e III, caso eles não estejam dispostos a assumir novas responsabilidades.

**Sugestão: Retirada da alínea “b” do inciso VIII.**

---

**Art. 17, §1º, II**

- O artigo 15 se aplica apenas a BDR Nível I, que não são passíveis de distribuição através de oferta pública. Assim, esse dispositivo não está fazendo sentido.

**Sugestão: Retirada do inciso II.**

---

**Art. 21, caput**

- Comentário Geral: No Brasil existem atualmente apenas 2 prestadores de serviços de instituições depositárias. Um aumento desnecessário na carga de responsabilidades e atribuições destes participantes poderia prejudicar ou até mesmo inviabilizar a emissão de BDR Níveis II e III, caso eles não estejam dispostos a assumir novas responsabilidades.
-

**Art. 21, II**

- Administrar eventuais conflitos de interesse – o caráter vago dessa obrigação traz insegurança jurídica sobre o papel da instituição depositária e das medidas que esta deve tomar.
- A instituição depositária não pode se sobrepor à Lei e aos regulamentos societários aos quais os emissores estão sujeitos e não deve atuar como árbitro de conflitos que podem surgir na vida societária dos emissores. Não temos correspondência desta atribuição na esfera da vida societária das companhias brasileiras e não deveríamos ter no caso dos BDR.

**Sugestão: Retirada do inciso II.**

**MINUTA B**

**Art. 1º - Alterações na Instrução CVM 476**

- Entendemos salutar a manutenção da possibilidade de oferta pública com esforços restritos para BDR patrocinados Nível II. Entendimento diverso retiraria o propósito da existência desses valores mobiliários.

**Sugestão:**

“Art. 1º .....

§ 1º .....

XIV – certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível II e Nível III.

..... ” (NR)

---

- O emissor brasileiro que tenha emitido no exterior valores mobiliários representativos de dívida também poderia realizar ofertas pública de distribuição com esforços restritos desses valores mobiliários.

**Sugestão:**

“Art. 4º-A. Para realizar oferta pública com esforços restritos de BDR com lastro em ações, a empresa patrocinadora deve estar enquadrada na condição de emissor estrangeiro.”

---

- Entendemos salutar a manutenção da possibilidade de oferta pública com esforços restritos para BDR patrocinados Nível II. Entendimento diverso retiraria o propósito da existência desses valores mobiliários.

**Sugestão:**

“Art. 13 .....

I – de negociações com ações, bônus de subscrição, certificados de depósito de ações e certificados de depósito de valores mobiliários lastreados em ações, no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível II e Nível III”; e

..... ” (NR)

## Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480

### Art. 2º

#### Comentário Geral:

Ao longo dos últimos anos, de maneira louvável, a CVM vem consistentemente modernizando o seu arcabouço regulatório, buscando acompanhar a constante evolução do mercado de capitais brasileiro, com o surgimento de novos produtos e serviços, a crescente introdução de novas tecnologias e a saudável internacionalização dos mercados, permitindo o acesso de investidores e emissores estrangeiros ao mercado nacional e, no sentido inverso, facilitando a exposição dos investidores locais a ativos externos. Em todos os seus esforços, sempre há a busca do equilíbrio entre o desenvolvimento do mercado e a proteção do investidor.

Esse equilíbrio foi alcançado na reforma recente da regulação dos BDR, com a edição da Resolução CVM nº 3, de 11 de agosto de 2020. A possibilidade da emissão de BDR lastreados em ETFs e títulos de dívida, bem como a aquisição e negociação de BDR não patrocinados por investidores não qualificados, trouxeram oportunidades há muito aguardadas, sem prejudicar o regime vigente aos demais BDR patrocinados. Foi uma reforma bem-sucedida, mantendo a proteção aos investidores e expandindo, mas não limitando, as demais regras vigentes.

Entretanto, entendemos que o cuidado e a ponderação que sempre pautaram a atividade regulatória da CVM estão sendo prejudicados na presente reforma, ocorrida há menos de 1 ano da anterior. A constante mudança de regras em um período tão curto fere a tão desejada segurança jurídica, impossibilitando o planejamento pelos participantes de mercado.

Na contramão do observado nos mercados internacionais, onde cada jurisdição tenta trazer mais emissores e participantes aos seus mercados, a CVM parece buscar dificultar a entrada de emissores no mercado de capitais brasileiro, impondo altas barreiras de entrada e onerando em demasia emissores que, de boa-fé e de forma legítima, desejam listar seus BDR aqui. Em nome de uma proteção aos investidores brasileiros, a nova norma traz dificuldades excessivas a *players* legítimos que desejam ter o mercado brasileiro como seu principal mercado de negociação.

Antes da presente reforma, se mostrava claro o elogiado objetivo de tornar o mercado brasileiro um grande *hub* regional de emissores e investidores latino-americanos, aproveitando o alto grau de desenvolvimento e sofisticação do mercado local em relação aos seus pares regionais, muito em função da própria atuação da CVM. As restrições que se pretende impor à listagem e negociação de BDR patrocinados, exigindo que haja mais presença e liquidez em outros mercados do que aqui e minimizando o poder e as ferramentas que a CVM detém para supervisionar seus regulados (mostrando uma dependência excessiva – e desnecessária – na supervisão de órgãos alienígenas), impedem o alcance de tal objetivo, enfraquecendo nosso mercado de capitais pátrio.

E isso ocorre quando vemos cada vez mais os mercados estrangeiros competirem entre si e receberem de braços abertos emissores de outros países. Em vários desses, não apenas recibos de depósito, mas mesmo ações e títulos de dívida de empresas estrangeiras podem ser diretamente negociados, sem preconceito com as jurisdições onde os emissores são incorporados.

Nesse sentido, observamos recentemente vários emissores brasileiros (com operações no Brasil), mas incorporados nas Ilhas Cayman, sendo listados nos mercados norte-americanos. O que é comemorado lá pretende-se impedir aqui: com o advento das novas regras como estão postas, a contrapartida passaria a não poder ocorrer aqui, pois os emissores estrangeiros não poderiam buscar ter no Brasil sua principal fonte de recursos e seu principal mercado de negociação.

Este enfraquecimento do mercado local teria como contrapartida teórica uma maior proteção do investidor brasileiro. Claramente, trata-se de uma reação a dois casos ocorridos no passado distante (há mais de uma década – antes da edição da Instrução CVM 480!), onde houve problemas graves de emissores “estrangeiros” que listaram seus BDR no Brasil. Entretanto, um número significativamente maior de emissores listou seus BDR no mercado local sem que tenha havido qualquer tipo de problema. Ou seja, por conta de casos isolados, e mesmo já tendo ocorrido alterações que robusteceram nossa regulação, a presente reforma, de forma desbalanceada, irá dificultar ou até mesmo impedir que emissores legítimos e de boa fé ingressem no mercado brasileiro.

Em decisão recente<sup>1</sup>, o Colegiado da CVM, acompanhando acertadamente a posição da SDM, deixou claro que o mercado brasileiro poderia buscar esse fim de atrair emissores legítimos. Naquele caso, buscou-se viabilizar a oferta pública inicial de distribuição de BDR que capte recursos preponderantemente no Brasil, pois, nas palavras da SDM, “[p]ara emissores que não sejam capazes de realizar uma oferta em outros mercados – inclusive por não contarem com mercados de capitais desenvolvidos em seus países de origem – o mercado de capitais brasileiro deixaria de ser uma alternativa, em potencial prejuízo aos emissores estrangeiros e aos participantes do mercado brasileiro”.

Menos de 1 ano depois, aparentemente tal objetivo foi abandonado. Não conseguimos vislumbrar as razões que mudariam tão drasticamente o posicionamento da CVM, adotando postura diametralmente oposta à dos demais reguladores mundiais.

Adicionalmente, também em oposição aos seus pares, a CVM parece querer se apoiar em demasia na supervisão de órgãos estrangeiros, em detrimento de sua autossuficiência. É fundamental termos um órgão regulador forte para o desenvolvimento de nosso mercado de capitais. Isso se consegue trazendo mais recursos para fortalecer a CVM e não criando a dependência da supervisão alienígena, como a presente reforma aparenta se basear. Emissores estrangeiros sérios e legítimos, mesmo que obedeçam às leis de seus países de incorporação, já possuem uma série de obrigações a serem respeitadas quando vêm ao mercado brasileiro e aqui se registram, da mesma forma que ocorre em outros mercados para emissores não locais. A existência do MMoU da IOSCO, cujo objetivo primordial é tratar da consulta, cooperação e troca de informações entre os órgãos reguladores internacionais para proporcionar a realização de atividade de *enforcement* nos mercados de valores mobiliários, já representa ferramenta adequada à proteção dos investidores. Entretanto, é patente o enfraquecimento que sofre o MMoU, quando são exigidas novas condições para permitir o ingresso de emissores estrangeiros no Brasil.

**Desta forma, entendemos que bastaria a um emissor estrangeiro ser listado em um mercado no exterior cujo país supervisor local tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência**

---

<sup>1</sup> Reunião do Colegiado de 29/09/2020 - Processo SEI 19957.005751/2020-01



**técnica e assistência mútua para troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.**

**Sugestão de redação (combinada com a sugestão de redação abaixo para o art. 3º):**

**“Art. 2º A obtenção de registro por um emissor estrangeiro depende da concomitante existência de programa de BDR registrado na CVM e do cumprimento do disposto no art. 3º.”**

- **Supressão do Parágrafo Único.**

**Sugestão Alternativa ao Art. 2º e seguintes**

- Analisando sistematicamente as Minutas apresentadas, identificamos uma possível incoerência das novas regras pretendidas.
- O BDR Nível I, patrocinado ou não, em tese apresentaria um grau mais elevado de risco ao investidor, pois ao não ser objeto de registro na CVM, passou por um escrutínio menor quando comparado aos BDR Níveis II e III.
- Nessa linha, sua negociação é exclusiva a investidores qualificados (art. 14, II da Minuta A), a não ser que seu lastro seja negociado em “mercado reconhecido” (art. 15 da Minuta A), quando pode ser adquirido por investidores de varejo.
- Ou seja, caso não se enquadre no art. 15 da Minuta A (cuja redação é muito próxima à sugerida ao art. 3º do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480), o BDR Nível I, patrocinado ou não, pode ser negociado entre investidores qualificados.
- Entretanto, os BDR patrocinados Níveis II e III, caso não se enquadrem nos arts. 3º, 4º ou 5º do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480, não podem ser negociados por nenhum tipo de investidor, pois não poderão ser emitidos.
- Assim, um emissor pode lançar um programa de BDR patrocinado Nível I e alcançar investidores qualificados brasileiros, mas não pode lançar programas patrocinados Níveis II e III para o mesmo tipo de investidor, caso não esteja em um mercado reconhecido, apesar do maior escrutínio da CVM neste último caso.
- **De forma a manter a coerência sistêmica das novas normas, sugerimos, como alternativa aos comentários acima, que os programas de BDR patrocinados Nível II e Nível III que não estejam enquadrados nos arts. 3º, 4º ou 5º do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480 possam ser registrados e tais BDR possam ser adquiridos por investidores qualificados, da mesma forma que a Minuta pretende que ocorra com os programas de BDR patrocinados Nível I.**

---

**Art. 3º, caput e incisos I e II**

- Pela leitura do caput do art.3º c/c o seu inciso I, o “principal mercado de negociação” deve sempre se situar no exterior, pois deve ser um bolsa de valores com sede no exterior. Assim, o emissor estrangeiro acaba não podendo ter seu principal mercado de negociação no Brasil, enfraquecendo desnecessariamente o mercado brasileiro, na contramão do que se observa em outras jurisdições.

- Inclusive, isso foi objeto de ajuste no Relatório de Audiência Pública 08/19, deixando bem claro que o principal mercado de negociação poderia ser no Brasil.
- Isso consta do Memorando nº 10/2020-CVM/SDM/GDN-1 (grifos nossos):

“Também é pertinente recordar as discussões ocorridas em função das contribuições da Audiência Pública. Houve sugestões específicas de exclusão do conceito de “principal mercado de negociação” do caput do art. 1º, de modo a ressaltar o caráter alternativo dos critérios de (i) ativos e receitas no exterior e (ii) principal mercado de negociação. Como argumento apresentado em defesa dessa sugestão, foi apontado que a menção ao “principal mercado de negociação” no caput estaria exigindo do emissor com ativos e receitas no exterior que também tivesse como principal mercado de negociação uma bolsa de valores no exterior.

Na resposta sobre esse tópico no Relatório de Audiência Pública 08/19, restou consignado que a referência ao “principal mercado de negociação” poderia permanecer no caput e que **daí não decorreria a exigência de que o principal mercado de negociação se situasse no exterior – se o mercado de maior volume estivesse situado no Brasil, esse seria o “principal mercado de negociação” do emissor estrangeiro.** É válido frisar que **o relatório de audiência pública foi ajustado, depois de sua divulgação original, para trazer maior clareza sobre esse ponto em particular:**

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

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

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

O trecho transcrito acima revela ainda a interpretação de que o **“principal mercado de negociação” sempre existirá, o que se explica pelo fato de que o mercado principal é determinado pela comparação dos volumes de negociação ou dos montantes captados em múltiplas localidades.** Também aqui a interpretação registrada no relatório diverge da interpretação defendida pela SEP, que permite conceber hipótese em que o “principal mercado de negociação” não exista e com isso um emissor estrangeiro fique impossibilitado de acessar o mercado local.

- Uma mudança nesse sentido seria desnecessária e traria mais insegurança jurídica a respeito da regulação dos BDR.

- Como abordado anteriormente, não seria necessário o inciso II, que descreve o “mercado reconhecido”, ao menos para BDR Patrocinados Níveis II e III. Entendemos salutar a exclusão do conceito de “mercado reconhecido” para BDR Patrocinados Níveis II e III e a manutenção do entendimento do Colegiado descrito acima.

**Sugestão:** Alteração do caput, retirando o termos “principal”, e supressão do Inciso II do *caput*. Ou seja, simplesmente o emissor estrangeiro que deseja lançar programa de BDR deve ter seus valores mobiliários listados em ambiente de mercado no exterior.

**Os parágrafos deste art. 3º ficariam prejudicados e deveriam ser excluídos da norma.**

“Art. 3º Para que obtenha seu registro com base no cumprimento deste artigo, o emissor estrangeiro deve ter como mercado de negociação dos valores mobiliários de sua emissão a servir como lastro para emissão dos BDR uma bolsa de valores que atenda a seguinte condição:

I – ter sede no exterior e em país cujo supervisor local tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.”

---

**Art. 3º, §1º, I e II**

- Conforme o comentário acima, o conceito de principal mercado de negociação deve poder abranger o Brasil.
- No caso do IPO (inciso II), a redação deve ser corrigida, para manter a possibilidade de a oferta inicial buscar primordialmente levantar recursos no Brasil, conforme decisão recente do Colegiado da CVM (Reunião do Colegiado de 29/09/2020 - Processo SEI 19957.005751/2020-01) – vide comentários acima ao art. 2º da redação proposta na Minuta ao novo Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480.

**Sugestão:**

“§ 1º Considera-se principal mercado de negociação no exterior:

I – caso o emissor estrangeiro já tenha ações ou certificados de depósito de ações admitidos à negociação, e observado o disposto no § 2º deste artigo, o ambiente de mercado em que, nos 12 (doze) meses anteriores, tais valores mobiliários apresentaram maior volume de negociação; ou  
II – caso o emissor estrangeiro esteja em processo de realização de oferta pública inicial de distribuição de ações ou certificados de depósito de ações, o ambiente de mercado que tenha recebido o pleito de listagem do emissor estrangeiro.”

---

#### Art. 4º

- **Conforme comentado anteriormente, sugerimos que este artigo seja excluído da minuta da nova norma.**
  - Parece incoerente esse dispositivo com o conceito de estruturação da norma: se o emissor tiver liquidez em uma jurisdição onde a CVM não “confie” no supervisor local, não sendo um mercado reconhecido (ou seja, onde haveria “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”), a simples presença de liquidez não deveria ter o condão de “sanar” a deficiência do supervisor local.
  - Fazendo um paralelo, tal incoerência se mostra clara na realidade atual, onde a liquidez das criptomoedas é elevadíssima, mas ainda pouco reguladas. Assim, liquidez não é necessariamente sinônimo de segurança ou automaticamente atrai a supervisão de terceiros.
- 

#### Art. 5º

- **Conforme comentado anteriormente, sugerimos que este artigo seja excluído da minuta da nova norma.**
  - Essa redação enfraquece desnecessariamente o MMoU da IOSCO, que existe especificamente para a “cooperação, troca de informações e aumento da efetividade das medidas de fiscalização e supervisão”.
  - Além disso, traz insegurança jurídica, pois não é possível prever se e quando tais acordos bilaterais serão celebrados.
- 

#### Art. 5º, §2º

- O cancelamento de ofício de programas cujo supervisor local passe a ser considerado não cooperante é medida extremamente gravosa, cujos principais prejudicados serão os próprios investidores a quem a CVM pretende proteger.
  - Da maneira proposta na minuta, o cancelamento pode ocorrer mesmo que o emissor esteja em dia com todas as suas obrigações, causando grande insegurança jurídica. O cancelamento só deveria poder ocorrer após haver descumprimento relevante por parte do emissor de suas obrigações.
  - Em regra, a CVM utiliza essa prerrogativa com bastante parcimônia e em relação à emissores que se mostram já em descumprimento reiterado de regras (notadamente fornecimento de informações ao mercado).
-

#### **Art. 6º, II**

- **Sugerimos que este inciso II seja excluído da minuta da nova norma.**
  - Em relação a um emissor que já tenha realizado oferta pública inicial de distribuição no Brasil e já tenha seus BDR negociados no mercado brasileiro, seria prejudicial impedir uma oferta pública subsequente caso não estivesse enquadrado nos arts. 3º, 4º ou 5º.
  - Muitas vezes, os maiores prejudicados pela impossibilidade de realizar oferta subsequente seriam os próprios investidores dos BDR, a quem a CVM deseja proteger. A oferta subsequente, seja de BDR lastreados em ações ou em títulos de dívida, pode ser fundamental para a manutenção da saúde financeira do emissor, e seu impedimento prejudicaria em última instância os próprios investidores brasileiros.
  - Em regra, a CVM só impede a ocorrência de operações no mercado de capitais quando há um descumprimento da regulação pelo emissor, e não quando há um “risco teórico” da CVM não conseguir supervisionar adequadamente aquele regulado em potenciais problemas futuros, que podem não ocorrer.
  - A atual redação traz insegurança jurídica desnecessária ao mercado.
  - **Os parágrafos §1º e §3º deve ser ajustado de forma correspondente, retirando a menção à oferta pública.**
- 

#### **Art. 6º, §3º**

- Em linha com o comentário anterior, em prol da segurança jurídica, todos os emissores estrangeiros registrados ou em processo de registro na CVM antes da data de entrada em vigor da presente norma devem estar dispensados da comprovação do enquadramento previsto.
- Em relação a um emissor que já tenha realizado oferta pública inicial de distribuição no Brasil e já tenha seus BDR negociados no mercado brasileiro, seria prejudicial impedir uma oferta pública subsequente caso não estivesse enquadrado nos arts. 3º, 4º ou 5º.
- Muitas vezes, os maiores prejudicados pela impossibilidade de realizar oferta subsequente seriam os próprios investidores dos BDR, a quem a CVM deseja proteger. A oferta subsequente, seja de BDR lastreados em ações ou em títulos de dívida, pode ser fundamental para a manutenção da saúde financeira do emissor, e seu impedimento prejudicaria em última instância os próprios investidores brasileiros.
- Em regra, a CVM só impede a ocorrência de operações no mercado de capitais quando há um descumprimento da regulação pelo emissor, e não quando há um “risco teórico” da CVM não conseguir supervisionar adequadamente aquele regulado em potenciais problemas futuros, que podem não ocorrer.
- A atual redação traz insegurança jurídica desnecessária ao mercado.

#### **Sugestão**

**“§ 3º Os emissores em processo de obtenção de registro ou registrados na CVM como estrangeiros antes de [data de entrada em vigor da presente norma] estão dispensados da comprovação do enquadramento na condição de emissor estrangeiro nas hipóteses dos incisos II e III do *caput*.”**

---



Estes são os nossos comentários e sugestões, sempre com o exclusivo propósito de cooperar para o aprimoramento da regulamentação a ser editada pela CVM.

Reiteramos os votos de elevada estima e consideração e colocamo-nos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

**GRUPO LESTE**