

**Assunto:** Consulta sobre possibilidade de utilização de programa de Brazilian Depository Receipts – BDR

**Interessado:** Superfund Financial Representações (Brasil) Ltda.

**Relator:** Presidente Marcelo Fernandez Trindade

## RELATÓRIO

### Objeto

1. Trata-se de consulta a respeito do entendimento da expressão "companhia aberta, ou assemelhada" constante da Instrução 332/00, em diversos de seus dispositivos.

### Descrição da consulta

2. Em 17.02.2006, o Superfund Financial Representações (Brasil) Ltda., escritório de representação no Brasil do Grupo Superfund ("Consultante"), apresentou requerimento (fls. 01/14) expondo sua intenção de utilizar a estrutura do programa de Brazilian Depository Receipts ("BDR") para ofertar cotas de fundos de investimento constituídos no exterior a investidores nacionais, e solicitando à CVM que manifeste seu entendimento a respeito da possibilidade de formalizar essa estrutura.

3. O Grupo Superfund tem como principal atuação o investimento em mercados futuros (financeiros e commodities), por meio de um fundo de investimentos organizado sob a forma de sociedade de investimento, o Quadriga Superfund Société d'Investissement à Capital Variable ("Quadriga"). O Quadriga é estruturado como "*umbrella company*", que abriga debaixo de si diversos subfundos, permitindo assim que os investidores escolham uma ou mais opções de investimento, através de um mesmo veículo.

4. O Quadriga tem como objetivo exclusivo o investimento de seus recursos, com o objetivo de diversificar riscos e assegurar a seus investidores "os benefícios resultantes da administração de seus ativos". As cotas dos subfundos são registradas para negociação na Bolsa de Valores de Luxemburgo e distribuídas ao público através de ofertas públicas ou privadas, de acordo com a Lei de 20/12/02 do Grão Ducado de Luxemburgo, relativa a investimentos coletivos. Ainda quanto aos subfundos do Quadriga, informa o Consultante que:

- i. são listados na Bolsa de Valores de Luxemburgo e auditados mensalmente por auditor independente;
- ii. têm suas cotas custodiadas pelo CACEIS Bank Luxemburg ("Caceis"), principal banco custodiante do Euroclear France System e banco depositário líder para Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS); e
- iii. o Grupo Superfund tem vasta atuação global com escritórios em diversos países, sendo que seus produtos são eminentemente direcionados ao público investidor de varejo, aos quais oferece produtos vinculados a mercados futuros, com aplicações mínimas a partir de US\$ 5.000,00.

5. No entendimento do Consultante, o Quadriga preencheria todos os requisitos estipulados na regulamentação relativa a BDRs, no tocante "*à existência de valores mobiliários emitidos por companhia aberta ou assemelhada com sede em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação*", pois (a) suas cotas são valores mobiliários (cf. art. 2º, IX, da Lei 6.385/76); (b) as cotas de seus subfundos são registradas em bolsa e distribuídas ao público; e (c) a autoridade do mercado de valores mobiliários de Luxemburgo e a CVM mantêm acordo de cooperação.

6. Além disso, as características dos subfundos do Quadriga ¼ tais como formas de investimento e de resgate, informações sobre fatores de risco, informações relativas à elaboração de demonstrações financeiras e de divulgação de informações ao público e às autoridades competentes ¼ seriam em sua maioria, segundo o Consultante, compatíveis com a regulamentação em vigor dos BDR(1).

### Manifestação da PFE

7. A Procuradoria Federal Especializada – PFE manifestou-se sobre a consulta, tendo opinado no sentido de que a operação proposta pelo Consultante seria incabível à luz da legislação aplicável. De acordo com o parecer da lavra do Dr. Daniel Schiavone Miller:

- i. a Instrução não fala em "*emissores de valores mobiliários*"; termo mais amplo que companhias abertas, ou seja, "*pessoa jurídica de direito privado que, via de regra, explora atividade econômica com o fito lucrativo*";
- ii. o predicado "*assemelhada*" refere-se à companhia, e não ao aberta, o que permitiria que os valores mobiliários que representa pudessem ser emitidos por pessoa jurídica, qualquer que fosse a forma jurídica adotada, desde que os títulos fossem publicamente ofertados. A intenção teria sido que "*as diferenças de forma jurídica que decorrem da diversidade de tratamento legal dado pelos países aos entes morais em geral e à matéria societária em espécie não se transformem em obstáculo à emissão de certificados de depósito de valores mobiliários no País*";
- iii. tal condescendência do regulador não encontra paralelo no direito interno, onde a emissão de valores mobiliários é, em geral, privativa das sociedades anônimas, excluindo-se outras formas organizativas como as sociedades limitadas, cooperativas, sociedades simples, etc;
- iv. a permissão de que os fundos sejam considerados como emissores de valores mobiliários, por seu turno, decorre diretamente da Lei 6.385/76 e da Instrução 409/04, que determina seu registro nesta CVM;
- v. entretanto, a natureza jurídica dos fundos de investimento (de condomínio) o apartariam das companhias abertas, com as quais têm em comum apenas a previsão legal de poderem emitir valores mobiliários; e, por fim,
- vi. respondendo especificamente à indagação da SRE, entende o parecerista que a empresa patrocinadora do programa de BDRs não poderia ser uma "investment company" dado que "*não é esta a emissora dos valores mobiliários representados no certificado de depósito (BDR). Quanto ao programa de BDR não-patrocinado, a participação de uma 'investment company' se apresentaria, ao menos, dispensável*".

8. O Procurador-Chefe, Dr. Alexandre Pinheiro, concordou em parte com o parecer, salientando, quanto aos emissores de valores mobiliários, que já há normas da CVM que admitem que sociedades organizadas sob outros tipo societários possam fazê-lo. Por fim, destaca o resultado da audiência pública relativa às alterações recentes promovidas nas Instruções 331 e 332, citando em apoio à sua manifestação o seguinte trecho do relatório preparado pela Superintendência de Desenvolvimento do Mercado - SDM "*a ampliação do conceito de companhia aberta ou entidade assemelhada de forma a abranger*

também entidades como as 'investment companies' norte-americanas representaria um incremento de internacionalização no mercado de capitais brasileiro, com repercussões, inclusive, de natureza macroeconômica. Por esta razão, e também por se tratar de conceito previsto no art. 1º do Regulamento anexo à Resolução CMN nº 2318, de 26/09/96, trata-se de matéria que, no entender desta Superintendência [a SDM], se insere na esfera de competência do Conselho Monetário Nacional".

#### Encaminhamento ao Colegiado

9. Retornando os autos para a SRE, a área técnica chamou atenção para a existência de restrição na regulação norte-americana à emissão de ADR de companhias abertas estrangeiras que se assemelhem a uma 'investment company', o que, segundo a SRE, pode estar relacionado com os requisitos de certificação de administrador de carteira para os dirigentes de tais mecanismos de investimento coletivo. Nessa linha, sua sugestão seria de que a admissão de BDR que representem cotas de fundo de investimento estrangeiro seja condicionada "a uma espécie de prévio reconhecimento da certificação do administrador do fundo", de modo a que haja um tratamento uniforme com os fundos em funcionamento no país. Por fim, tendo em vista a natureza das questões suscitadas, o processo foi encaminhado à decisão do Colegiado.

É o relatório

#### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM RJ 2006-1378

Reg. nº 5181/2006

**Assunto:** Consulta sobre possibilidade de utilização de programa de Brazilian Depositary Receipts – BDR

**Interessado:** Superfund Financial Representações (Brasil) Ltda.

**Relator:** Presidente Marcelo Fernandez Trindade

#### VOTO

1. O debate neste processo ficou centrado no conceito de "companhia aberta ou assemelhada", constante da Instrução 332/00, para o fim de verificar-se se o Quadriga, ou seus subfundos, seriam elegíveis para patrocinarem um programa de BDR (caso viessem a cumprir os demais preceitos estabelecidos na Instrução 331 e 332.

2. Entendo que os fundos de investimento organizados como companhias de investimento, (2) - (3) poderiam, em tese, ser equiparados às companhias abertas(4), para fins de emissão de BDR tendo por base suas ações ou cotas. Quanto a essa possibilidade genérica não parece haver grande controvérsia nas áreas técnicas da CVM.

3. Têm razão, contudo, as áreas técnicas, quanto à necessidade de avaliar-se cuidadosamente os reflexos de uma tal permissão na atual estrutura de nosso mercado de capitais, visando a evitar que se crie algum tipo de arbitragem regulatória e de desvantagem competitiva ou ônus desproporcional para os administradores de recursos sediados no Brasil.

4. Assim, por exemplo, o registro como administrador de recursos no Brasil, que se exige do administrador de fundos aqui domiciliado (e também do administrador de companhias de investimento(5)) e que não se menciona na regulamentação do BDR ¾ possivelmente porque ali se buscou, sem dúvida, a equiparação com as companhias abertas, nas quais, no Brasil, não há registro para o administrador.

5. Do mesmo modo, é preciso refletir sobre os aspectos práticos e regulamentares relativos ao exercício dos direitos dos cotistas, especialmente ao resgate, quando admitido, e ao trânsito de recursos do Brasil para o exterior e vice-versa, nesses casos.

6. Adicionalmente é necessário examinar os aspectos legais relacionados à vigência residual da Lei 4.728/65, quanto ao tema das sociedades de investimento, pois a Lei 6.385/76, embora regule completamente a oferta pública de valores mobiliários no Brasil, e especificamente a atividade de administração de recursos de terceiros, faz apenas referência ligeira às sociedades de investimento (art. 9º, inciso I, alínea "c"), enquanto a Lei 4.728/65 exigia o registro de tais sociedades e submetia à prévia autorização a alteração de seu estatuto social e a investidura de seus administradores.

7. Por fim, é preciso examinar a questão da competência da CVM e do CMN para disciplinar cada um dos aspectos relacionados à emissão de BDR em casos como o da consulta, e isto em função das alterações legislativas que sobrevieram à regulação daqueles certificados.

8. Como já tive oportunidade de ressaltar (6), ao instituir os BDR (através da Resolução 2.318/96) o CMN não fez uso da faculdade que lhe era concedida pela redação, então vigente do inc. III do art. 2º da Lei 6.385/76, de considerar títulos e valores mobiliários, além daqueles previstos, também "outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional". Preferiu incluí-los no conceito de "certificados de depósito de valores mobiliários", classificados como valores mobiliários por força do inc. II daquele artigo, segundo a redação da época (idêntica à da atual redação do inciso III do mesmo artigo).

9. O fato de não ter fundamentado a criação do BDR no dispositivo que se referia a outros títulos criados ou emitidos por sociedade anônima poderia ser visto como um indicativo de que o CMN pretendeu ter uma postura mais liberal quanto aos títulos que pudessem vir a ser representados por meio do BDR, não os limitando apenas aos de emissão de sociedade anônima.

10. A essa interpretação, entretanto, dois argumentos poderiam ser opostos. O primeiro, para o qual também já chamei atenção, de que os certificados de depósito daquele inciso II (atual inciso III) referiam-se apenas aos valores mobiliários admitidos pela própria lei, que não incluiriam títulos de emissão de entidades sediadas no exterior(7). O segundo, de que, em termos técnicos, "companhia aberta" é o tipo societário específico previsto no art. 4º da Lei 6.404/76(8), e que não seria cabível qualificar dessa forma os emissores estrangeiros, ainda que organizados sob a forma de sociedades por ações com ações admitidas à negociação pública(9).

11. Este último argumento poderia também explicar a razão da utilização da expressão "companhias abertas ou assemelhadas" nas Resoluções do CMN que tratam do BDR. A referência a "assemelhadas", nesse contexto, poderá significar os correspondentes econômicos da companhia aberta brasileira em outros países, de maneira a abarcar os tipos de organização que fizessem apelo à poupança popular, independentemente de sua natureza jurídica.

12. Contudo, com a alteração da Lei 6.385/76 em 2001, foi extinta a possibilidade de o CMN criar novos valores mobiliários de emissão de sociedade anônima, antes prevista no inciso III do art. 2º. Isto porque, no lugar da abordagem original da lei, que limitava os valores mobiliários àqueles referidos expressamente por lei ou pelo CMN (*numerus clausus*), adotou-se, como se sabe, uma abordagem aberta do conceito de valor mobiliário, representada pela dicção ampla do atual inciso IX do mesmo art. 2º, que considera como elemento definidor a *oferta pública*, desde que o título ou contrato de

investimento coletivo gere "direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros".

13. Essa mesma abordagem aberta do conceito de valor mobiliário poderá permitir que a CVM discipline diretamente a emissão de BDR, inclusive em hipóteses não previstas na regulamentação do CMN. Contudo, a ninguém escapará que compete ao CMN "definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários" (cf. art. 3º, I, da Lei 6.404/76), (10), e que quanto ao tema dos BDR, inclusive por sua repercussão no mercado de câmbio, alterações significativas da regulamentação pela CVM devem ser feitas em consonância com a política traçada pelo CMN.

14. Por todo o exposto, meu voto é no sentido de responder à consulta no sentido de manifestar o entendimento de que os fundos de investimento organizados como "investment companies" não podem, por enquanto, estabelecer programas de BDR, sem prejuízo da regulação futura sobre o tema.

15. Ademais, voto no sentido de determinar que o tema da consulta seja considerado e aprofundado pela SDM juntamente com as discussões sobre temas similares que estejam em análise para que se verifique a conveniência de regulamentar-se a emissão de BDR de cotas de fundos de investimento, com a conseqüente necessidade de alteração da Resolução do CMN.

Rio de Janeiro, 15 de agosto de 2006.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente e Relator

(1) Destaco as seguintes características da Quadriga, dentre as expostas na consulta: trata-se de um fundo aberto, com liquidez mensal (e preços divulgados semanalmente apenas para consulta), valor mínimo de aplicação e resgate (há, entretanto, valores mínimos de liquidação e resgate diversos em alguns dos subfundos), comissão de venda ("upfront fee") de 4,5% sobre o valor investido, comissão ao administrador do fundo (2% ao ano), ao gestor do fundo (1% ao ano), ao Conselheiro de Investimentos (3% ao ano), comissão de performance (tanto para o Quadriga, quanto para seus subfundos), comissão de resgate, taxa de transferência, auditor independente, relatórios semestrais e anuais, prospecto, administrador e gestor.

(2) Como se sabe, o art. 49 da Lei 4.728/65 (a chamada Lei do Mercado de Capitais), disciplinou a constituição e o funcionamento das "sociedades e fundos de investimento", estes últimos constituídos sob a forma de condomínio, e aquelas obrigatoriamente como sociedades anônimas (§ 2º do art. 49 da Lei 4.728/65). A Lei 6.385/76 (a chamada Lei do Mercado de Valores) também faz referência às sociedades de investimento na alínea "c" do inciso I do art. 9º, e não parece haver dúvida de que, uma vez oferecidas publicamente, as ações de tais sociedades constituiriam valores mobiliários, quer fossem consideradas como ações de companhia aberta (art. 2º, I, da Lei 6.385/76), quer se lhes conferisse um status específico, caso em que constituiriam "títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros" (art. 2º, inciso IX, da Lei 6.385/76).

(3) As companhias de investimento não se desenvolveram entre nós  $\frac{3}{4}$  e por isto, no Brasil, os fundos (e clubes) de investimento em condomínio tomaram por completo o mercado de investimentos coletivos em valores mobiliários e em títulos públicos  $\frac{3}{4}$  por diversas razões que não vem ao caso examinar em detalhe neste voto. Podem contudo ser mencionadas, entre as razões para a atrofia das sociedades de investimento, as de natureza tributária, que desincentivam a criação de sociedades de investimento, e, no que se refere aos fundos abertos (isto é, aqueles em que é permitido o resgate do investimento pelo cotista), as dificuldades operacionais relativas à eventual necessidade de redução de capital social e as restrições para a negociação com as próprias ações, que resultam da adoção do modelo de sociedade anônima imposto pela lei (apesar da referência vaga da alínea "c" do inciso II do art. 49 da Lei 4.728/65 aos poderes do Conselho Monetário Nacional para estabelecer "condições de reembolso ou aquisição de suas ações pelas sociedades de investimento").

(4) Nos Estados Unidos, por exemplo, os fundos organizados sob a forma de *investment companies*, assim como as companhias, devem atender às exigências da Sarbanes-Oxley Act.

(5) Quanto aos administradores de fundos, o registro (*rectius*, autorização) é tratado no art. 23 da Lei 6.385/76. Quanto aos administradores das companhias de investimento, caso não se entendesse a eles aplicável tal regra, poderia incidir o § 4º do art. 49 da Lei 4.728/65, que exige prévia autorização para a investidura no cargo de administrador daquelas sociedades  $\frac{3}{4}$  ainda que se possa discutir a vigência da norma.

(6) No relatório elaborado quando da revisão, pelo Colegiado, das Instruções 331/00 e 332/00, Reg. nº 5058/06, analisado em 22.03.06.

(7) Daí porque comentei, no relatório referido na nota de rodapé anterior, que à luz da atual redação da Lei 6.385/76, talvez fosse melhor considerar as ações de companhias estrangeiras (ou cotas de fundos estrangeiros) ofertados no Brasil como títulos de investimento coletivo, e por isso valores mobiliários, mas com requisitos de disclosure que a CVM poderia impor com maior liberdade.

(8) "Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários."

(9) Sobre o tema das qualificações jurídicas e de seu transplante entre legislações, veja-se o clássico: *Premissas ao estudo do direito comparado, in Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, Tullio Ascarelli, p. 31/89.

(10) Como lembrado pela Procuradoria, essa também foi a opinião da SDM, ao justificar as razões pelas quais não alteraria  $\frac{3}{4}$  para alargar ou restringir  $\frac{3}{4}$  o conceito de BDR, como sugerido em manifestações recebidas durante a audiência pública da minuta de alteração das instruções 331 e 332.