

Interessado: Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A

Assunto: Consulta sobre a possibilidade de emissão de Brazilian Depositary Receipts lastreados em títulos de dívida vinculados à variação do mercado de ações brasileiro.

Diretor-Relator: Sergio Weguelin

RELATÓRIO

1. A presente consulta tem origem na solicitação, formulada por Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. ("Mellon"), de registro de um programa de distribuição de Certificado de Depósito de Valores Mobiliários ("BDR") no valor de US\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de dólares norte americanos).
2. Os certificados que se pretende emitir seriam da modalidade 'não-patrocinado', lastreado em títulos de dívida atrelados à variação do mercado de ações brasileiro. Os títulos de dívida seriam emitidos por Lehman Brothers Treasury Co. B.V. e garantidos por Lehman Brothers Holding Inc., companhia norte-americana que possui ações negociadas em bolsas de valores e, portanto, seria equivalente às companhias abertas, como exige a regulamentação brasileira.
3. Pretende-se, ainda, que os BDR sejam negociados exclusivamente em mercado de balcão não organizado ou em segmentos específicos para BDR Nível I, tendo como público alvo (i) instituições financeiras, (ii) fundos de investimento e (iii) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios.
4. No bojo deste Processo, foi solicitada, pela Gerência de Registro 2 ("GER-2"), manifestação do Colegiado acerca de duas questões.
5. A primeira delas diz respeito à "correta interpretação da legislação aplicável" acerca da possibilidade de emissão de BDR lastreados por títulos de dívida. A GER-2 manifestou dúvidas com relação à possibilidade de emissão de BDR lastreado por tal valor mobiliário.
6. Sobre este ponto, a Procuradoria Federal Especializada ("PFE") foi consultada e afirmou que, após analisar das Instruções CVM nº 331/00 e nº 332/00, bem como a Resolução nº 2763/00 do Conselho Monetário Nacional ("CMN"), verificou que inexistia óbice "à emissão de BDRs representativos de valores mobiliários distintos de ações".
7. A PFE embasou seu raciocínio afirmando que os três dispositivos fazem referência à expressão "valores mobiliários", o que remete ao conceito previsto no art. 2º da Lei nº 6385/76⁽¹⁾, que não excluiria a possibilidade da emissão vislumbrada. Todavia, a PFE recomendou a obtenção da "interpretação autêntica" destes dispositivos por parte do Colegiado.
8. A segunda questão também surgiu de indagação formulada pela GER-2. A Gerência manifestou dúvidas ao interpretar ao art. 4º, VIII, da Lei nº 6385/76⁽²⁾, afirmando que a leitura de tal dispositivo legal pode sugerir que "para uma instituição estrangeira captar recursos no mercado brasileiro usando títulos representativos de operações de crédito, deve haver manifestação específica emanada do CMN".
9. A GER-2 busca confirmar junto ao Colegiado se é, de fato, necessária manifestação específica do CMN para a emissão de BDRs com as características anteriormente descritas.

É o relatório.

VOTO

1. Com relação à possibilidade de emissão de BDRs lastreados por títulos de dívida, concordo com o entendimento já exposto pela PFE, no sentido de que inexistem impedimentos legais à emissão de BDRs com essa característica.
2. A Instrução CVM nº 332/00⁽³⁾, reproduzindo dispositivo idêntico que constava na já revogada Resolução CMN nº 2.763/00, determina que BDRs são "os certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta ou assemelhada..." (sem grifo no original). Ou seja, ao tratar do lastro dos BDRs, a referência é apenas a valores mobiliários, genericamente, sem nenhuma especificação adicional.
3. O art. 2º da mesma Instrução, embora limite os ativos que podem ser utilizados como lastro, tampouco o faz em função das modalidades de valores mobiliários, mas sim do país em que tenham sido emitidos.
4. Os títulos de dívida que se pretende utilizar como lastro para os BDRs discutidos neste processo são valores mobiliários, porque, nos termos utilizados pela GER-2, eles "gerarão direito ao resgate de um valor principal acrescido de remuneração vinculada à variação positiva do mercado de ações brasileiro, (...) serão negociados publicamente no mercado de balcão não organizado Euroclear", logo se "enquadram na definição de valores mobiliários, nos termos do disposto no art. 2º, inciso IX, da Lei 6385/76".
5. Ainda que tais títulos sejam vistos como instrumentos derivativos – na medida em que o valor de resgate a que os investidores farão jus deriva diretamente de um índice de valores mobiliários – isto não retira ou diminui sua possibilidade de servir de lastro à emissão de BDR. É indiferente se o valor mobiliário que servirá de lastro ao BDR corresponde a um valor mobiliário "tradicional" ou é derivativo sobre outro valor mobiliário; a definição de valor mobiliário constante no art. 2º da Lei nº 6.385/76 engloba igualmente as duas possibilidades.
6. De fato, a utilização de títulos de dívida ou outros valores mobiliários como lastro de BDR suscita algumas dificuldades, tendo em vista que alguns dispositivos das Instruções CVM nº 331/00 e 332/00 parecem incompatíveis com essa possibilidade, apesar de admitirem-na. Melhor dizendo, parece-me que esses normativos são totalmente compatíveis apenas com as hipóteses em que os *depository receipts* são lastreados em ações. Afirmando isso tendo em vista dispositivos dessas Instruções como, entre outros:
 - i. o art. 5º, II, "f" da Instrução nº 331/00⁽⁴⁾, que dispõe que o pedido de registro de programa de BDR deve ser instruído com informações acerca do "local de atendimento aos acionistas", sendo que qualquer valor mobiliário e não apenas ações podem servir de lastro a BDRs;
 - ii. o art. 5º, § 1º da Instrução nº 331/00⁽⁵⁾, que parece pressupor que todo e qualquer valor mobiliário dá ao seu titular a oportunidade de participar da assembléia geral da sociedade da qual participa;

- iii. o art. 10 da Instrução nº 331/00 ⁽⁶⁾ e o art. 10 da Instrução nº 332/00 ⁽⁷⁾ tratam do "direito de voto dos valores mobiliários representados pelos BDRs", apesar de nem todo valor mobiliário representado por BDR dar direito de voto ao seu titular; e
- iv. o art. 5º, § 2º da Instrução 332/00 ⁽⁸⁾, que dispõe que cada espécie ou classe de valores mobiliários deverá ter seu Programa de BDR correspondente, se for o caso. Porém, o único valor mobiliário que pode ser dividido em espécies ou classes são as ações, por isso esse dispositivo é inaplicável ou inadequado a Programas de BDR não lastreados em ações.
7. Ao regular outros valores mobiliários como se fossem ações, a norma incorre não apenas em alguns excessos, como visto acima, mas também em algumas deficiências, ao deixar de exigir informações e outras cautelas inaplicáveis às ações, porém importantes para outros valores mobiliários. Isto, inclusive, pode levar a assimetrias que privilegiem a captação de recursos por sociedades no exterior, em detrimento das sociedades em território nacional.
8. Tome-se por exemplo o caso das debêntures. No Brasil, sua emissão está condicionada a requisitos de registro que visam assegurar a validade da constituição do crédito (art. 62 da Lei 6.404/76), a limites de endividamento do emissor (art. 60) e a existência de um representante dos debenturistas (art. 66). Um título de dívida similar emitido no exterior e negociado no Brasil por meio de um BDR estaria submetido no máximo a algumas destas restrições, por força apenas do disposto no art. 73, também da Lei 6.404/76 ⁽⁹⁾.
9. Tais situações causam, sem dúvida, um certo desconforto, menos pelo caso concreto em si – já que os BDR serão negociados em ambientes restritos e por um grupo limitado de investidores –, e mais pelo potencial de que estas assimetrias sejam exploradas em emissões voltadas a uma base maior de investidores, inclusive de pequeno porte.
10. A despeito deste incômodo, não há como deixar de reconhecer que a regulamentação da CVM admite a possibilidade de emissão de BDRs lastreados em quaisquer valores mobiliários, inclusive se possuírem natureza econômica de títulos de dívida ou de instrumentos derivativos.
11. Abro aqui um breve parêntese para evitar possíveis incompreensões: o raciocínio que procurei desenvolver acima não diz respeito à hipótese de BDR lastreados em cotas de fundos de investimento ⁽¹⁰⁾. Esta hipótese depende da análise de uma outra questão – saber se os emissores das cotas podem ser considerados companhias abertas ou assemelhadas – questão essa que foge ao escopo deste processo.
12. Aqui não se trata de cotas de fundo de investimento, logo parece-me que o registro pleiteado pela Mellon não pode ser negado, devendo as áreas técnicas desta CVM, entretanto, no caso concreto, assegurar que assimetrias como as acima identificadas sejam informadas aos investidores e, com relação a casos futuros, procurar atualizar a regulamentação pertinente para eliminar ou reduzir o risco que decorre de tais assimetrias.
13. Há, ainda, um outro aspecto que também não foi objeto de consulta, mas que tomo a liberdade de destacar: a instituição patrocinadora não é companhia aberta ou assemelhada, conforme exige a Instrução CVM nº 332/00; apenas a instituição "garantidora" é. Evito tecer maiores comentários sobre este ponto para não usurpar a competência da área técnica em verificar a adequação dos pedidos de registro às normas que os regem, mas me parece que a questão merece atenção especial da Superintendência de Registro.
14. Com relação à eventual necessidade de manifestação específica do CMN tendo em vista o art. 4º, VIII, da Lei nº 6385/76 ⁽¹¹⁾, aponto que, lendo o texto da lei, não vejo exigência de manifestação específica por aquele órgão, mas apenas uma regra dispondo que a CVM deverá agir como garante de certas regras emanadas pelo CMN. E nenhuma destas regras parece estar sendo violada pela emissão de BDR proposta. Por isso, penso não ser preciso endereçar uma consulta específica ao CMN sobre a matéria.
15. Portanto, considerando os argumentos e as ressalvas que expus acima, voto por responder à consulta formulada ao Colegiado no seguinte sentido:
- é possível a emissão de BDR tendo como lastro títulos de dívida ou outros ativos quaisquer, desde que se enquadrem na definição de valores mobiliários constante do art. 2º da Lei 6.385/76 e sejam emitidos por companhia aberta ou assemelhada com sede no exterior; e
 - a emissão de BDR que tenham como lastro títulos de dívida independe de manifestação específica por parte do CMN.

É como voto.

Rio de Janeiro, 1 de abril de 2008.

Sergio Weguelin

Diretor Relator

⁽¹⁾ "Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros 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.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.".

⁽²⁾ "Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

(...)

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional".

⁽³⁾ "Art. 1º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

I - certificado de depósito de valores mobiliários - BDRs - os certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior e emitidos por instituição depositária no Brasil;"

[\(4\)](#) " Art. 5^a O pedido de registro de companhia deve ser instruído com os seguintes documentos e informações:

(...)

II - requerimento assinado pelo diretor responsável da instituição depositária contendo informações sobre:

(...)

f) o local de atendimento aos acionistas;"

[\(5\)](#) "§1º A companhia deverá divulgar o prazo fixado para que os detentores de BDRs efetivem sua participação nas assembléias gerais pertinentes aos valores mobiliários representados pelos BDRs."

[\(6\)](#) "Art. 10. Em nenhuma hipótese o direito de voto dos valores mobiliários representados pelos BDRs poderá ser conferido, sem instrumento de mandato específico, ao administrador da companhia emissora, ao seu acionista controlador, ou a pessoa por ele indicada."

[\(7\)](#) "Art. 10. Quando à instituição depositária for conferido o direito de voto correspondente aos valores mobiliários depositados deverá ela exercê-lo no interesse da comunidade dos detentores dos BDRs."

[\(8\)](#) "Art. 5º O pedido do registro do Programa de BDR deverá ser instruído com os seguintes documentos e informações:

(...)

§2º Será considerada, para cada Programa de BDR, uma única espécie ou classe de valores mobiliários."

[\(9\)](#) Mesmo as exigências referidas no art. 73 da Lei 6.404/76 só existirão se as considerarmos aplicáveis a BDRs lastreados em debêntures, e não apenas às debêntures em si, como a interpretação literal do artigo sugere.

[\(10\)](#) Embora – reconheça-se – na medida em que os títulos de dívida têm seu valor nominal reajustado em razão da variação de índice de ações, o fundo adquire contornos típicos de um fundo de índice.

[\(11\)](#) "Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

(...)

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional."