

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO**

**CERTIFICADO DE DEPÓSITO DE VALORES MOBILIÁRIOS DO TIPO
BRAZILIAN DEPOSITARY RECEIPTS (BDR): ESTRUTURA, DINÂMICA E
IMPLICAÇÕES JURÍDICAS**

LEONARDO PARIZOTTO GOMES

RIO DE JANEIRO

2022

LEONARDO PARIZOTTO GOMES

**CERTIFICADO DE DEPÓSITO DE VALORES MOBILIÁRIOS DO TIPO
BRAZILIAN DEPOSITARY RECEIPTS (BDR): ESTRUTURA, DINÂMICA E
IMPLICAÇÕES JURÍDICAS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, **sob orientação da Prof^a Dra. Kone Prieto Furtunato Cesário, e coorientação do Prof^o Me. Allan Nascimento Turano.**

RIO DE JANEIRO

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

CIP - Catalogação na Publicação

G633 Gomes, Leonardo Parizotto
CERTIFICADO DE DEPÓSITO DE VALORES MOBILIÁRIOS
DO TIPO BRAZILIAN DEPOSITARY RECEIPTS (BDR):
ESTRUTURA, DINÂMICA E IMPLICAÇÕES JURÍDICAS /
Leonardo Parizotto Gomes. -- Rio de Janeiro, 2022.
74 f.

Orientadora: Kone Prieto Furtunato Cesário.
Coorientadora: Allan Nascimento Turano.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2022.

1. Brazilian Depositary Receipts. 2. Ações. 3.
Mercado de Capitais. 4. Bolsa de valores. 5.
Investimento. I. Cesário, Kone Prieto Furtunato,
orient. II. Turano, Allan Nascimento, coorient.
III. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos
pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

LEONARDO PARIZOTTO GOMES

**CERTIFICADO DE DEPÓSITO DE VALORES MOBILIÁRIOS DO TIPO
BRAZILIAN DEPOSITARY RECEIPTS (BDR): ESTRUTURA, DINÂMICA E
IMPLICAÇÕES JURÍDICAS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, **sob orientação da Prof^a Dra. Kone Prieto Furtunato Cesário, e coorientação do Prof^o Me. Allan Nascimento Turano.**

Data da Aprovação: 15 / 07 / 2022

Banca Examinadora:

Prof^a. Dr^a. Kone Prieto Furtunato Cesário - Orientadora

Prof^o. Me. Allan Nascimento Turano - Coorientador

Prof^o. Me. Ciro Silva Martins

RIO DE JANEIRO

2022

Dedico esta monografia à minha mãe, Marli Parizotto. Sem ela, nada seria possível.

Nascida em uma área pobre e rural do interior de Santa Catarina, é a oitava de nove filhos, trabalhou na roça desde criança, perdeu o pai aos nove anos e só foi conhecer energia elétrica na adolescência. Ainda pequena, para que pudesse terminar os estudos, mudou de cidade e foi trabalhar como empregada doméstica, em troca de moradia e comida. Nada serviu como desculpa.

Em 1991, com 30 anos de idade, assumiu a direção geral da filial do SBT, em Barra do Garças/MT, minha cidade natal. Pouco tempo depois, comprou a companhia, tornando-se dona da maior emissora de TV da região, sem ter ensino superior. Agora, aos 62 anos de idade, está finalizando o curso de psicologia.

Sua história é a maior inspiração que eu tenho. É a prova diária de que, através do trabalho duro e da responsabilidade, é possível alcançar qualquer objetivo. Afinal, é através das dificuldades da vida que nós crescemos.

Sendo a responsável pela minha criação, a admiração que eu tenho ultrapassa o imaginável. É, de longe, a mulher mais batalhadora que eu conheço. Tudo que eu sou hoje e que um dia serei, devo a sua criação e ao seu amor incondicional.

Muito obrigado.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, por ser meu guia em todos os momentos, pela proteção diária, pela minha saúde e por ser a substância de todas as coisas. Seus ensinamentos me mostram que a única forma de ter uma vida com sentido é assumindo responsabilidades.

Agradeço a minha família; aos meus pais, Marli Parizotto e Donizete Gomes, pelos ensinamentos e apoio ao longo da jornada, e por saberem que os mais de 1.500 Km de distância que nos separam possuem uma razão maior; aos meus irmãos, Kallel, Kallil e Sophia, que, apesar da distância, nutro um amor incondicional; a minha avó Maria e minha falecida avó Joana, pela simplicidade e pelo amor; aos meus tios, Milton e Denir Parizotto, e aos meus primos, Rosane, Cherem, Jarma, Jones, Kelly, Rafael, Daiane, Priscila, Daniel e Victor, por serem as melhores companhias e estarem ao meu lado em momentos difíceis.

Agradeço ao Marcelo Soler, que considero um segundo pai. Obrigado por ser uma inspiração para mim e por se fazer presente em todos os momentos da minha vida. Graças a você tive a oportunidade de cursar direito na UFRJ. Sempre serei grato por tudo! Agradeço, também, ao Frederico Marques, pela amizade e por todo o auxílio ao longo dos meus estudos para OAB.

Agradeço aos meus tios do coração, Luiz e Simone Faria, bem como ao Ivan, Eliane e Emirena, que sempre fizeram parte da minha vida. Vocês são família! Agradeço, também, ao meu psicólogo Josemar, por fugir do clichê e conseguir me ajudar em todos os âmbitos da vida.

Agradeço aos meus amigos de longa data, Felipe Takamori, Christyan Polizeli, Luis Eduardo, Victor Cesar, Murilo Barros, Pablo Raphael, Maiana Guiomar, Thales Fonseca, Anderson Terres, Barbara Mendes, Kevyn Willian, Daniella Alves, Heloisa Santana, Herya Maciel, Fernando Delmondes, Hugo Faria, João Pedro Donadel, Bárbara Aguiar, Kelly Port, Luiz Fernando, Hiury de Andrade e Marcelo Stábile, pelos momentos maravilhosos que vivemos, pela sinceridade e pelos conselhos. Levo todos vocês no meu coração. Vocês fazem parte de quem eu sou hoje.

Agradeço aos amigos que se fizeram presentes no período do cursinho, em Goiânia, Christyan Polizeli, Danilo Morais, Gabriel Schnepfleitner, Henrique Augusto, Iury Peixoto,

Marcos Vilela, Nathália Limongi, Rafael Camões e Rafaela Vilela. Tenho a plena certeza que não seria capaz de entrar na UFRJ sem o amor de vocês. Obrigado por tudo!

Agradeço à escola Madre Marta Cerutti e a todos os professores e funcionários, por tanto me ensinarem ao longo dos mais de 10 anos; e ao colégio Visão e seus professores, por fazerem parte da mudança da minha vida.

Agradeço a todos os meus professores da UFRJ, pelos aprendizados, oportunidades e inspiração, em especial a: Ana Calil, Ana Paula Barbosa Fohrmann, Carina de Castro, Carlos Augusto, Carolina Pizoeiro, Daniel Cappecchi, Emiliano Rodrigues Burnet, Enzo Baiocchi, Fabio Correa, Felipe Palhano, Felipe Ribas, Hugo Filardi, Ilana Aló, João Pedro Accioly, José Roberto Xavier, Kone Prieto, Natalia Lucero, Paulo Lustosa, Rafael Esteves, Renato José de Moraes, Siddharta Legale e Vanessa Velasco.

Agradeço à Kone Prieto, por aceitar ser minha orientadora na monografia; bem como ao meu amigo e coorientador, Allan Turano, que acreditou em mim desde o começo e me inspira a ser um profissional cada vez melhor.

Agradeço aos amigos que a faculdade me deu, Carlos Holz, Thiago Sinzato, José Claudio, Gustavo Curty, Daniel Leite, Rebeca Sena, Bruno, Ronaldo Gente Fina e Aldilene, por serem a minha família carioca. Morar no Rio de Janeiro foi mais fácil do que eu imaginava, graças a vocês. Sou grato por todos os momentos que vivemos juntos, pelos conselhos, aprendizados, risos e choros. Estaremos sempre juntos!

Agradeço ao meu sogro, Roberto Corrêa, por me ensinar o que é ser um homem digno e responsável, e a minha sogra, Maura Fugimoto, por me ensinar a enxergar o mundo de forma mais leve.

Por fim, agradeço, especialmente, ao amor da minha vida, Luiza Fugimoto Correa. Nada seria possível sem o seu apoio. Você é a minha única certeza, a razão da minha vida, o motivo dos meus planos e a minha inspiração diária.

“Tornar sua vida melhor significa assumir muitas responsabilidades e isso requer mais esforço e cuidado do que viver estupidamente na dor e continuar sendo arrogante, desonesto e ressentido.”

(Jordan B. Peterson)

RESUMO

O presente trabalho de conclusão de curso utilizou o método exploratório, com pesquisas bibliográficas e descritivas, a partir de livros, artigos, leis, regulamentos, dados oficiais e estudo de caso, visando analisar a estrutura, dinâmica e implicações jurídicas atreladas ao certificado de depósito de valores mobiliários do tipo Brazilian Depositary Receipts (BDR). Para tanto, o trabalho foi dividido em três partes. No primeiro capítulo, busca-se analisar a influência da trajetória macroeconômica brasileira na expansão e democratização de acesso no mercado de capitais, principalmente em relação a criação dos Depositary Receipts (DR), em português, conhecidos como certificados de depósito. No segundo capítulo, foi feito o mapeamento e a análise da estrutura por trás da emissão de um BDR, a dinâmica entre as instituições envolvidas e suas implicações jurídicas, bem com as jurisdições responsáveis por reger os direitos do detentor de BDR. Por fim, no terceiro capítulo, foi feita uma análise do caso de dupla listagem via BDR do Nubank, a fim de verificar, na prática, as consequências jurídicas atreladas ao procedimento.

Palavras-chave: Brazilian Depositary Receipts; Ações, Mercado de Capitais; Valores Mobiliários.

ABSTRACT

The present project used the exploratory method, with bibliographical and descriptive research, based on books, articles, laws, regulations, official data and case studies in order to analyze the structure, dynamics and legal implications related to the Brazilian Depositary Receipts (BDR). To this end, the paper is divided into three parts. The first chapter analyzes the influence of the Brazilian macroeconomic trajectory on the expansion and democratization of access to capital markets, especially in relation to the creation of Depositary Receipts (DR). The second chapter seeks the mapping and analysis of the structure behind the issuance of a BDR, the dynamics between the institutions involved and their legal implications, as well as the jurisdictions responsible for governing BDR holders' rights. Finally, in the third chapter, an analysis of the case of Nubank's cross-listing through BDR was conducted in order to verify, in practice, the legal consequences associated with the procedure.

Keywords: Brazilian Depositary Receipts; Stock, Capital Market; Securities.

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

| | |
|------------|---|
| <i>ADR</i> | <i>American Depositary Receipts</i> |
| B3 | Bolsa Balcão |
| Bacen | Banco Central do Brasil |
| <i>BDR</i> | <i>Brazilian Depositary Receipts</i> |
| BM | Banco Mundial |
| CADE | Conselho Administrativo de Defesa Econômica |
| CBE | Capitais Brasileiros no Exterior |
| CEO | Chief Executive Officer |
| CGU | Controladoria-Geral da União |
| CMN | Conselho Monetário Nacional |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| CW | Consenso de Washington |
| DMA | Direct Market Access |
| DPF | Dívida Pública Federal |
| DR | <i>Depositary Receipts</i> |
| DRI | Diretor de Relações com Investidores |
| <i>ETF</i> | <i>Exchange Traded Fund</i> |
| FMI | Fundo Monetário Internacional |
| <i>FOW</i> | <i>Futures and Options World</i> |
| IBOV | Ibovespa |
| IN | Instrução Normativa |
| IN | Instrução Normativa |
| IPCA/IBGE | Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo |
| IPO | Initial Public Offering |
| JPC | Juros sobre Capital Próprio |
| LFT | Letra Financeira do Tesouro |
| MP | Medida Provisória |
| NASDAQ | National Association of Securities Dealers Automated Quotations |
| NYSE | The New York Stock Exchange |
| OICV | Organização Internacional das Comissões de Valores |
| OTC | Over-The-Counter |

| | |
|------|---|
| PAS | Processos Administrativos Sancionadores |
| PEIC | Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor |
| PFE | Procuradoria Federal Especializada |
| PLOA | Lei Orçamentaria Anual |
| RID | Relatório de Investimento Direto |
| RMD | Relatório Mensal da Dívida Pública Federl |
| RTN | Resultado do Tesouro Nacional |
| SEC | Securities and Exchange Commission |
| SEP | Superintendência de Relações com Empresas |
| SER | Superintendência de Registro de Valores Mobiliários |
| SMU | Southern Methodist University |
| STJ | Superior Tribunal de Justiça |

LISTA DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 1 – Papel dos <i>players</i> na emissão de um BDR..... | 33 |
| Figura 2 – Programas de BDRs. | 34 |
| Figura 3 – Fluxo de emissão do BDR Patrocinado no mercado primário. | 35 |
| Figura 4 – Tipos de acesso ao PUMA Trading System. | 42 |
| Figura 5 - Organograma dos acionistas e do grupo econômico..... | 62 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|--|----|
| Gráfico 1 – Despesas do Governo Federal no acumulado de 12 meses, de 2010 a 2020... | 22 |
| Gráfico 2 – Evolução da Posição das Pessoas Físicas na B3 em títulos BDRs..... | 30 |
| Gráfico 3 – Relação Volume médio diário anual de ADRs brasileiros negociados em NY vs Bolsa B3 (em vezes)..... | 53 |
| Gráfico 4 – Quantidade e valor de IPOs na B3..... | 54 |
| Gráfico 5 – Posição de ativos externos e número de declarantes (CBE anual)..... | 56 |
| Gráfico 6 – Participação no valor total do mercado de ações mundiais..... | 57 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 - diferenças entre os Níveis de Programas Patrocinados de BDR..... | 38 |
| Tabela 2 - diferenças entre os Níveis de Programas Patrocinados e Não Patrocinados de BDR..... | 40 |

SUMÁRIO

| | |
|---|----|
| INTRODUÇÃO | 16 |
| CAPÍTULO I - ACESSO INDIRETO A VALORES MOBILIÁRIOS ESTRANGEIROS NO MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL | 18 |
| 1.1 Contexto macroeconômico e democratização do mercado de capitais | 18 |
| 1.2 Criação e flexibilização de Depositary Receipts (DRs): investimentos internacionais através de ativos domésticos | 24 |
| CAPÍTULO II - BDRs: ASPECTOS PROCEDIMENTAIS, JURÍDICOS E INSTITUCIONAIS | 31 |
| 2.1 O que são BDRs? | 31 |
| 2.2 Instituições envolvidas na negociação do BDR | 32 |
| 2.3 Os Programas de BDRs | 34 |
| <i>2.3.1 BDRs Patrocinados</i> | 34 |
| <i>2.3.1.1 BDR Patrocinado Nível I</i> | 35 |
| <i>2.3.1.2 BDR Patrocinado Nível II</i> | 36 |
| <i>2.3.1.3 BDR Patrocinado Nível III</i> | 36 |
| 2.4 BDR Não Patrocinado | 38 |
| 2.5 Mercado de negociação | 40 |
| 2.6 Implicações jurídicas | 43 |
| <i>2.6.1 Representantes legais e o princípio da full and fair disclosure</i> | 43 |
| <i>2.6.2 Players: relação, legislação e jurisdição</i> | 46 |
| CAPÍTULO III – O CASO NUBANK | 52 |
| 3.1 O novo movimento: dupla listagem através de BDRs | 52 |
| 3.2 Breve histórico do Grupo Nubank | 60 |
| 3.3 Listagem de ações e emissão de BDRs | 61 |
| 3.4 Implicações jurídicas do caso Nubank | 63 |
| <i>3.4.1 Direitos políticos</i> | 64 |
| <i>3.4.2 Direitos econômicos</i> | 65 |
| <i>3.4.3 contrato de depósito e contrato de custódia</i> | 65 |
| CONCLUSÃO | 67 |
| REFERÊNCIAS | 69 |

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais e a economia de um país possuem uma forte via de reciprocidade, um influenciando diretamente o outro, isto é, o ambiente macroeconômico é um dos fatores que limita ou garante o desenvolvimento do mercado de capitais. Com isso, em um cenário propício, certas condições devem se fazer presentes, como: equilíbrio fiscal, estabilidade monetária, controle inflacionário e segurança jurídica.

No Brasil, os anos 80 e 90 foram marcados por um ambiente de desequilíbrio fiscal, hiperinflação e juros elevados, ou seja, o oposto do ideal. Nesse contexto, havia um panorama que beneficiava o financiamento da dívida pública por meio de títulos de renda fixa e atrofiava o mercado de valores mobiliários nacional.

Posteriormente, em uma conjuntura diretamente influenciada por políticas liberais, o Brasil passou por um processo de renegociação da dívida externa e adoção de uma nova diretriz macroeconômica, dando início ao processo de expansão do mercado de capitais. Assim, em 1996, a Resolução nº 2.318, do Conselho Monetário Nacional (CMN), regulava os Brazilian Depositary Receipts (BDRs), com o objetivo de possibilitar o acesso indireto a ativos estrangeiros, ou seja, os BDRs são ativos nacionais que possuem lastro em ativos estrangeiros, consolidando-se como a principal forma de acessar, indiretamente, ações, cotas de fundo, entre outros títulos listados no exterior.

Em 2020, através da Instrução Normativa nº3, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) flexibilizou o acesso de investidores a BDRs. Com isso, apenas um ano após a alteração regulatória, o número de investidores em BDR aumentou 994%, de acordo com os dados da B3 (Brasil, Bolsa Balcão), a bolsa de valores nacional. A expansão trouxe consigo uma maior importância para os BDRs no cenário do mercado de capitais brasileiro.

A pertinência e atualidade temática, atreladas a falta de literatura acadêmica especializada na área jurídica e a uma riqueza regulatória, possibilitaram o levantamento de dados e um mapeamento de direitos, garantindo profundidade na análise estrutural desses ativos, das dinâmicas entre as instituições envolvidas no processo de emissão, bem como as suas possíveis implicações jurídicas.

Em termos específicos, o problema de pesquisa fixou-se na análise: (i) do contexto histórico econômico do Brasil e como ele influencia o mercado de capitais; (ii) da influência fiscalizatória da CVM diante da companhia estrangeira; (iii) da relação jurídica e contratual entre as instituições envolvidas no processo de emissão do BDR; (iv) do processo de dupla listagem via BDRs, através do estudo do caso Nubank; e (v) de quais jurisdições e regulações influenciarão os direitos dos detentores de BDR e como será a dinâmica para o efetivo exercício desses direitos.

Para tal, além do mapeamento e do levantamento de dados por meio da regulamentação vigente, a análise do caso Nubank – companhia que listou suas ações no mercado de valores mobiliários norte-americano e emitiu BDRs na bolsa de valores brasileira – trouxe clareza em como as normativas são aplicadas na prática, definindo diferentes jurisdições a depender da interação entre as instituições e demonstrando os diferentes riscos que um detentor de BDR está sujeito, quando em comparação com um acionista.

Apesar da análise focada nos aspectos legais, o tema possui natureza interdisciplinar, por isso, o trabalho não ficou hermeticamente fechado ao campo jurídico, sendo necessário a criação de diálogo com outras áreas de estudo, como a economia. Não obstante, a restrição bibliográfica abre lacunas interpretativas acerca das regulações vigentes; por isso, a pesquisa não buscou exaurir o tema.

CAPÍTULO I - ACESSO INDIRETO A VALORES MOBILIÁRIOS ESTRANGEIROS NO MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL

1.1 Contexto macroeconômico e democratização do mercado de capitais

De acordo com os dados do Banco Central do Brasil (Bacen), o país possui um histórico marcado por uma taxa básica de juros elevada. A *contrario sensu*, os juros não são influenciados apenas pela inflação e pelo sistema monetário, mas, também, pela situação fiscal.

A experiência hiperinflacionária e de endividamento traz sequelas até os dias de hoje. Entre as décadas de 1980 e 1990, o Brasil foi o país com a maior inflação do mundo, momento em que o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE) superou os 2000% ao ano.

As medidas de controle ignoravam o panorama fiscal. A hiperinflação não era vista como uma das causas do déficit fiscal¹, conforme exposto por Gustavo Franco:

A ideia de que o drama fiscal brasileiro era o elemento causador da hiperinflação, por óbvia que possa parecer a posteriori, somente se transformou num diagnóstico oficial e em medidas objetivas de ajuste que formaram a base de uma política de estabilização, em 1994 com o Plano Real (FRANCO, 2011, p. 2).

Apesar do Plano Real cumprir o papel de política de estabilização, tirando o Brasil da crise hiperinflacionária, seria correto afirmar que os problemas fiscais da economia foram, de fato, superados?

Em 1999, cinco anos após o Plano Real, Armínio Fraga, então Presidente do Bacen, apresentava as novas diretrizes econômicas do país: redução da dívida pública, garantindo

¹ Para melhor compreensão, Gustavo Franco argumenta: “Quando se considera o equilíbrio da economia numa situação de inflação muito elevada, onde o déficit público já foi bastante diminuído pela inflação, e trazido a um nível onde era financiado pelo “imposto inflacionário”, não se tinha noção do que se chamou de “déficit potencial”, ou o desequilíbrio nas contas públicas que haveria caso a inflação fosse baixa.5 Nesse contexto, a inflação servia para “reprimir” o desequilíbrio fiscal original, aquele que apareceria quando a inflação era nula, e disso se segue que sempre haveria um nível de inflação suficientemente alto para eliminar o déficit, ou, ao menos, trazê-lo para um valor consistente com as receitas do chamado “imposto inflacionário” (FRANCO, 2011, p. 3).

a estabilidade da taxa de inflação com uma política monetária priorizando os objetivos domésticos; eis o surgimento do tripé macroeconômico.

A nova diretriz baseava-se no câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário. Em 1999, no programa Roda Viva, Armínio Fraga trouxe uma melhor definição da nova base da política econômica nacional:

O que se tem hoje é uma mudança que dá à taxa de câmbio uma função diferente da função que ela tinha antes. Antes o Governo dizia para a taxa de câmbio: 'Você toma conta da inflação' e dizia para a taxa de juros: 'Você toma conta do balanço de pagamentos', que é um regime de taxa de câmbio fixa. Hoje nós estamos escalando o time de forma diferente. Nós estamos dizendo para taxa de câmbio: 'você toma conta do balanço de pagamentos' e para taxa de juros: 'você toma conta da inflação. Agora, nada disso funciona sem uma boa política fiscal (FRAGA, 1999).

A partir daquele momento, a Taxa Selic² se tornava a principal aliada do controle inflacionário. Com isso, a sensação de que o Brasil havia vencido os problemas fiscais penetrou nas camadas políticas e sociais, o que trazia uma falsa percepção de normalidade referente a elevada taxa de juros de curto prazo.

Se antes a inflação era um dos principais problemas do desequilíbrio fiscal, após o Plano Real, a taxa de juros escancarou um comodismo semelhante no déficit das contas públicas. Apesar da significativa redução dos juros reais nos anos 2000, os níveis permaneciam altos para os padrões internacionais, principalmente se considerar o contexto: empréstimos de curto prazo com alta taxa de juros em um ativo de baixo risco.

O superávit primário foi tratado como o único elemento relevante para os problemas fiscais pelo Tripé Macroeconômico, com isso, ignorava-se um dos principais motivos para a elevada taxa de juros: a dívida pública.

A dinâmica da dívida pública no Brasil é peculiar. Até os anos 2000 nossa dívida era majoritariamente externa, ou seja, atrelada à moeda estrangeira; que é o padrão dos

² A Taxa Selic é a taxa básica de juros da economia, pois influencia todas as taxas de juros do país. Ela é dividida em duas categorias: (i) Taxa Selic Meta é definida através das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), que ocorrem a cada 45 dias e corresponde aos juros indexadores do Tesouro Selic, ou seja, a taxa oficial do financiamento da dívida pública; e (ii) Taxa Selic Over, que é utilizada pelo mercado interbancário, a fim de financiar operações lastreadas em títulos públicos federais de curtíssima duração. De modo geral, a Taxa Selic é capaz de influenciar diretamente as contas públicas, a inflação, o mercado de capitais e até mesmo o cenário externo e a atividade econômica.

países emergentes. A consequência é a incapacidade de administração do endividamento que, em outras palavras, acarreta em *default* (calote), que foi justamente o que ocorreu em 1987, quando o então Presidente Jose Sarney interrompeu unilateralmente o pagamento dos juros da dívida negociados com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Posteriormente, de forma conjunta ao Plano Real e ao Tripé Macroeconômico, os anos 90 e 2000 foram marcados pela renegociação da dívida externa através de um processo gerenciado pelo Tesouro Nacional, momento em que ocorreu a internalização da dívida pública.

Os países com dívidas majoritariamente internas não costumam apresentar grandes riscos frente as agências de *rating*³, pois apresentam uma maior flexibilidade no gerenciamento do passivo, que, por consequência, traz uma maior liquidez. O Brasil, diferentemente de muitos países emergentes, possui uma grande reserva internacional no Bacen e uma dívida majoritariamente doméstica.

Esses fatos, quando aliados ao curto prazo de uma dívida indexada em juros altos, cria um ambiente extremamente benéfico para compradores da rolagem da Dívida Pública Federal (DPF), que é financiada majoritariamente pelas Instituições Financeiras, indústria de Fundos de Investimento e Fundos de Previdência, através da aquisição de títulos públicos com vencimento de curto prazo.

Segundo o Relatório Mensal da Dívida Pública Federal (RMD) de março de 2022, o prazo médio da DPF é de 3,97 anos. Desta forma, o sistema só permanece “sustentável” enquanto os juros continuarem sendo excessivamente altos.

Novamente, nas palavras de Gustavo Franco:

Esta é uma forma elegante de explicar a razão pela qual o Brasil é o campeão mundial de juros: é o preço que pagamos para manter nas mãos de brasileiros que aprenderam a desconfiar do governo um volume de títulos que eles talvez não quisessem manter a juros considerados normais e a prazos que não fossem diários. É o preço que pagamos pela desordem na política fiscal que, felizmente, não é tão grande para trazer de volta a hiperinflação, mas não é

³ Agências de *rating*, também conhecidas como agências de avaliação de risco, como o próprio nome diz, são responsáveis por avaliar os riscos de determinados investimentos. Neste contexto, fala-se em risco-país, ou seja, um termômetro de análise das capacidades de um determinado país cumprir seus compromissos financeiros, principalmente àqueles relacionados a dívida pública.

pequena o suficiente para que tenhamos juros normais (FRANCO, 2011, p. 12).

Para entender melhor essa dinâmica e suas consequências, alguns pontos devem ser levantados: a Letra Financeira do Tesouro (LFT), hoje conhecida como Tesouro Selic, é um título indexado pela Taxa Selic, que, em um cenário de valores elevados, produz dois efeitos: (i) o *crowding out*⁴ de títulos do Tesouro com curvas longas e fixados em outros indexadores; e (ii) uma concentração da dívida pública na LFT, conhecida como um ativo sem risco (FRANCO, 2011).

Esse cenário foi prolongado por quase toda a história republicana do Brasil, fato responsável por moldar as instituições, o mercado e, principalmente, a concentração de recursos em renda fixa. Os títulos públicos possuem uma demanda altíssima, devido ao arranjo institucional que beneficia a liquidez diária com proteção, o que traz facilidade para a rolagem da dívida, criando um cenário de enfraquecimento do mercado de capitais.

Conforme apontado por Rocca (1998 *apud* NETO; FAMÁ, 2002, p. 31), o desequilíbrio econômico e a alta taxa de juros dificultam o investimento no mercado de capitais, promovendo a alocação de capital em títulos de renda fixa, devido ao estímulo gerado pelo contexto.

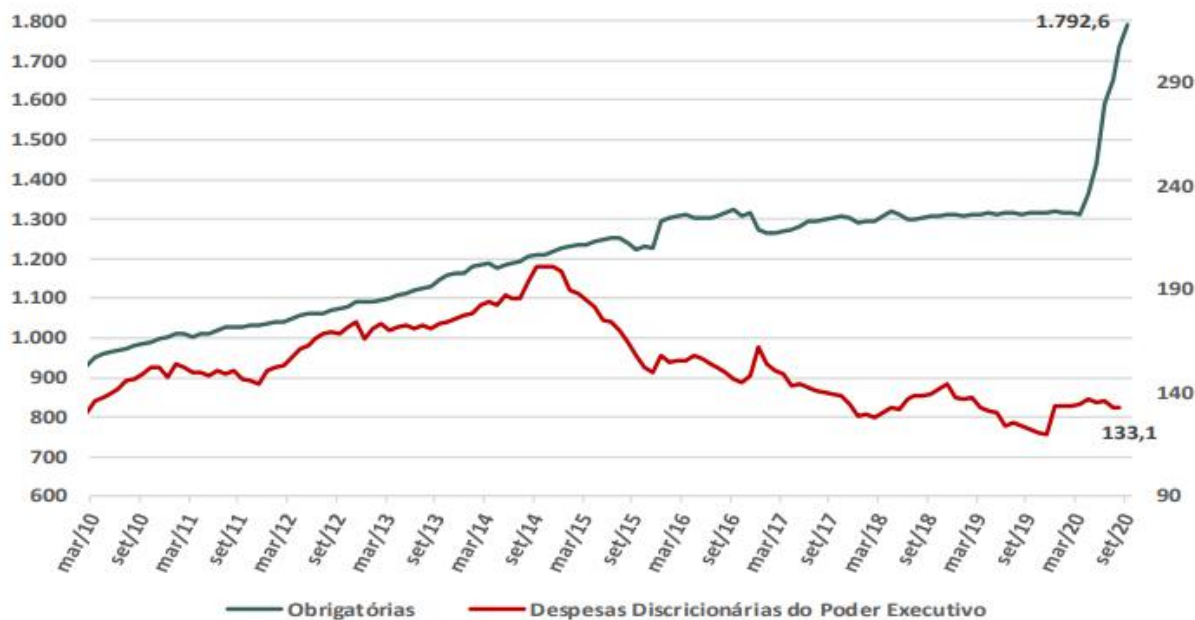
Um forte movimento de diminuição da taxa básica de juros vem acontecendo desde 2016, que, aos poucos, deveria influenciar uma breve desaceleração do crescimento da dívida, também por conta da Emenda Constitucional (EC) n° 95, que desde 2017 limita o crescimento dos gastos públicos ao crescimento da inflação do período anterior.

Segundo os dados apresentados no Projeto de Lei Orçamentaria Anual (PLOA) de 2020, “o Teto de Gastos explicita o problema central do orçamento: o crescimento substancial das despesas obrigatórias” (PLOA, 2020, p. 4). Waldery Rodrigues Júnior, ex-secretário Especial de Fazenda, enfatizou que o “ piso das discricionárias é o teto das obrigatórias”, fato que pode ser observado com clareza no gráfico abaixo:

⁴ *Crowding out* é um efeito de deslocamento, ou seja, uma consequência direta do aumento da taxa de juros e dos gastos do governo. Quando um governo amplia sua presença na economia de forma demasiada, a tendência é que ocorra um aumento excessivo nas despesas, com isso, a fim de cobrir o déficit causado, aumentam as taxas de juros. Esta dinâmica traz uma concentração de empréstimos e financiamento, já que a maior parte do capital privado tende a ficar alocado nos títulos públicos; causando, portanto, um desestímulo aos investimentos privados e uma queda na produtividade.

Gráfico 1 – Despesas do Governo Federal no acumulado de 12 meses, de 2010 a 2020

Despesas do Governo Central – Acumulado 12 meses
Brasil - 2010 a 2020: R\$ Bilhões – A preços de set/20 - IPCA*



Fonte: Resultado do Tesouro Nacional (RTN), setembro, 2020.

De 2019 a 2020, os gastos com a DPF quase dobraram. Para se ter uma real percepção do problema, de acordo com o Portal da Transparência da Controladoria-Geral da União (CGU), em 2021, dos R\$4,33 Trilhões do orçamento atualizado da despesa, 51% foram destinados ao refinanciamento da dívida interna.

Em 2020, o mundo foi surpreendido pela pandemia de COVID-19, a qual desestabilizou a economia global. Estímulos fiscais e monetários foram implementados para assegurar a renda da população e a tomada de crédito pra as empresas. Com isso, a Taxa Selic atingiu sua mínima histórica: 2,00% ao ano, enquanto o endividamento público acompanhou o aumento excessivo dos gastos, ultrapassando R\$5 trilhões, de acordo com Relatório Anual da Dívida Pública Federal (RAD) de 2020.

Em um cenário de incertezas e aumento da percepção de risco, o mercado financeiro sofreu com altas volatilidades. Em apenas duas semanas de março de 2020, a bolsa de

valores brasileira sofreu 6 *circuit breakers*⁵; fazendo com que o Ibovespa (IBOV), principal índice da bolsa, perdesse 60% de seu valor entre março e abril.

Apesar do aumento de gastos no Brasil em 2020, a taxa básica de juros permaneceu baixa, gerando um movimento contrário ao *crowding out*. Como dito anteriormente, todo o arranjo de financiamento da DPF dependia da manutenção da alta taxa de juros. Assim, com as excessivas quedas da Taxa Selic, o risco-retorno não fazia mais sentido, principalmente para os investidores pessoa física, gerando um aumento na procura por ativos de risco no mercado de capitais.

De acordo com a Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor (PEIC) realizada em fevereiro de 2022, 76,6% das famílias brasileiras estão endividadas. Esta situação, quando conectada ao arcabouço institucional que sempre beneficiou investimentos em renda fixa, devido aos altos valores das taxas de juros, cria um cenário desfavorável a consciência financeira.

No entanto, segundo o relatório: “uma análise da evolução dos investidores na B3”, realizado pela B3, de maio de 2019 a novembro de 2020 o número de contas de investidores saltou de 1 milhão para mais de 3 milhões. O relatório de 2022 mostra que esse número já ultrapassa os 5 milhões.

Conforme esperado, o movimento de diminuição da Taxa Selic traria um efeito natural de migração de capital para o mercado de capitais. No entanto, o fenômeno brasileiro possui outros fatores de influência. Nos últimos anos está ocorrendo uma verdadeira revolução referente a democratização do conhecimento relacionado a investimentos.

O estudo “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro” desenvolvido pela B3, expõe que 73% dos entrevistados aprenderam a investir através de canais do YouTube e

⁵*Circuit Breaker* é um procedimento operacional adotado pela B3 para interromper as negociações de ativos em bolsa durante uma queda acentuada de preços, tendo como base o índice Ibovespa. O mecanismo possui três estágios: (i) o primeiro é acionado quando o Ibovespa sofrer uma desvalorização de 10%, em relação ao fechamento do dia anterior, interrompendo as negociações por 30 minutos; (ii) o segundo é acionado se a oscilação negativa chegar a 15%, travando as negociações por uma hora; (iii) o terceiro é acionado no caso de, após reabrir as negociações, o Ibovespa se desvalorizar 20%, neste cenário a B3 poderá suspender as negociações por prazo indeterminado.

influenciadores. Apesar de uma possível falta de credibilidade em relação a fonte de informações, é fato que o brasileiro está se interessando cada vez mais pelo tema.

Ainda no estudo supracitado, foi perguntado aos entrevistados se eles possuem interesse em investir em empresas internacionais, como Google, Apple, Amazon e Microsoft (GAFAM)⁶; 86% demonstraram interesse. Portanto, o investimento em empresas internacionais – que há poucos anos parecia muito distante da realidade –, hoje, além de ser desejado por boa parte dos investidores, é possível com apenas um clique. Eis a atual revolução tecnológica e democrática do mercado de capitais nacional.

Nesse cenário de democratização, ocorre a flexibilização do acesso indireto a valores mobiliários estrangeiros no mercado de capitais nacional, através de *Brazilian Depositary Receipts* (BDR), tema da monografia.

1.2 Criação e flexibilização de Depositary Receipts (DRs): investimentos internacionais através de ativos domésticos

Os mercados de capitais de todo o mundo são influenciados diretamente pela globalização financeira. As consequências deste processo promovem uma maior harmonização regulatória e possibilidade de diversificação internacional.

Estudos antigos já indicavam os benefícios dessa diversificação¹⁹⁷⁰. Conforme analisado por Levy e Sarnat (1970, p. 668, tradução nossa), “a existência de um grau relativamente alto de correlação positiva dentro de uma economia sugere a possibilidade de que a redução de risco pode ser facilitada pela diversificação internacional das carteiras de títulos”.

Possibilidade esta que foi comprovada posteriormente pela análise da redução do risco através da diversificação do portfólio em ativos internacionais de baixa correlação, em países com diferenças econômicas estruturais (GUPTA; JITHENDRANATHAN; SUKUMARAN, 2013, p. 97).

⁶ GAFAM é o acrônimo das cinco maiores companhias de tecnologia do século.

Em termos técnicos, DRs são títulos lastreados, geralmente, em ações de empresas estrangeiras; podendo ter lastro, também, em títulos representativos de dívida negociados no exterior ou *Exchange Traded Fund*⁷ (ETFs) também negociados no exterior. Ou seja, são certificados de depósito negociados internamente em um país, representando ativos estrangeiros.

Em termos genéricos, os DRs são a principal forma de um investidor interno acessar, indiretamente, ativos estrangeiros. Toda a negociação ocorre na bolsa de valores ou em mercado de balcão. Os benefícios são amplos: (i) as taxas para negociação costumam ser baixas; (ii) a burocracia é menor quando comparada aos investimentos com envio de capital para o exterior; (iii) negociações não dependem das conversões de câmbio, pois são títulos ofertados em moeda interna; (iv) diversificação; (v) proteção de capital; (vi) exposição a regulação interna; (vii) direito a distribuição de dividendos, desdobramentos e subscrições.

Atualmente, o acesso aos Programas de DRs estão disponíveis em praticamente todas as bolsas de valores ao redor do mundo. No entanto, no início do século passado a realidade era diferente: dificuldades estruturais, financeiras e, principalmente, jurídicas, criavam uma barreira de acesso:

Nos anos 1920, o banqueiro J. P. Morgan, interessado em viabilizar investimentos de seus clientes norte-americanos, numa grande rede de varejo inglesa, a Sefridge's, deparou-se com algumas dificuldades jurídicas. Além das restrições à participação de estrangeiros no capital de sociedades britânicas, então existentes, o investimento não estaria sujeito ao direito estadunidense, o que poderia diminuir o interesse no negócio. Ele teria, então, criado um instrumento que permitiu a superação dessas dificuldades, os American Depositary Receipts (ADR). Seu funcionamento era bastante simples: um banco com sede na Inglaterra adquiria ações da companhia inglesa, e as mantinha em custódia, enquanto o banco de Morgan, sediado nos Estados Unidos, emitia títulos para subscrição pelos investidores norte-americanos. Esses títulos eram negociáveis e exigíveis de acordo com o direito estadunidense. Representavam, por assim dizer, um espelho da ação, já que os seus titulares possuíam, perante o banco emissor do ADR, direito de crédito lastreado nos resultados da companhia inglesa. Quer dizer, quando esta distribuía dividendos aos seus acionistas, inclusive à instituição custodiante, o banco de Morgan, no cumprimento das obrigações materializadas nos ADRs, pagava valor equivalente aos titulares destes, os investidores norte-americanos. Os dois bancos, por evidente, procediam ao posterior encontro de contas. (COELHO, 2019, p. 161).

⁷ ETFs são fundos de investimento lastreados em algum índice de referência.

Note que os DRs negociados exclusivamente no mercado norte-americano são chamados de *American Depositary Receipts* (ADR), isto é, recibos de depósitos, mais comumente chamados de certificados de ações, com lastro em ativos emitidos no exterior – fora dos Estados Unidos da América (EUA) –, negociados em dólares estadunidenses.

Esta dinâmica se mantém em todos os países. No Brasil, esses valores mobiliários são chamados de *Brazilian Depositary Receipts* (BDR). Na perspectiva de residentes de um país emergente, como é o caso do Brasil, a possibilidade de investir em ativos domésticos que garantem uma diversificação internacional em moeda forte, como o dólar, tende a ser uma alternativa benéfica.

Para uma maior compreensão da dinâmica:

Imaginemos a seguinte situação: uma sociedade brasileira X, extremamente rentável, tem interesse na negociação de seus valores mobiliários na Bolsa de Nova York. Tal sociedade X é a empresa patrocinadora. Nos livros desta companhia, constará como proprietária dos títulos a instituição financeira custodiante Y sediada no Brasil. A instituição custodiante mantém um acordo com uma instituição sediada nos Estados Unidos Z, a qual será a instituição depositária. Esta, por sua vez, emitirá o ADR na Bolsa de Nova York, o qual será negociado normalmente no mercado, sujeito à legislação norte-americana. O sentido inverso da negociação também poderia ocorrer, gerando a emissão dos BDRs no mercado nacional (TOMAZETTE, 2017, p. 609).

Ao longo dos anos, a evolução desses instrumentos vem promovendo grandes avanços nos mercados de capitais. Em 1997, Amar Gande, atual professor de finanças na *Southern Methodist University* (SMU), já afirmava que: “a análise das tendências nos mercados de capitais globais nos últimos anos revela que muitas empresas estão olhando além de seus mercados domésticos, a fim de desenvolver uma base de investidores e levantar capital internacional” (GANDE, 1997, p.61, tradução nossa).

Conforme exposto no subtítulo 1.1 da monografia, no Brasil, os anos 80 e 90 foram marcados pela dívida externa e descontrole inflacionário. Nesse contexto, mais especificamente em 1989, instituições como Banco Mundial (BM) e o Fundo Monetário Mundial (FMI), se reuniram com o propósito de traçar medidas econômicas pautadas na globalização dos mercados, sugerindo um conjunto de políticas econômicas liberais, que ficaram conhecidas como o Consenso de Washington (CW) e foram incorporadas como políticas do FMI em 1990.

De acordo com Robert Wade (1997, p. 353):

Rapidamente, o CW ganhou o status de paradigma único do capitalismo triunfante, servindo para enquadrar os governos dos países da periferia a um programa político centrado na liberalização da economia mundial ao fluxo de bens, serviços e capitais e na reorientação do Estado como provedor de um marco normativo que garantisse a segurança e a lucratividade dos negócios privados (*apud* PEREIRA, 2015, p. 464).

Seguindo algumas das medidas do CW, como a privatização de empresas, desregulamentação da economia e liberalização do setor financeiro, o governo de Fernando Collor de Mello promoveu redução dos tributos de importação, que, como consequência do aumento da competitividade, influenciou a captação de recursos no exterior pela indústria doméstica. Esta abertura da economia, atrelada a um forte programa de privatização, ajudou na expansão do mercado de capitais brasileiro.

No Brasil, a Resolução do CMN n° 1289/1987, já trazia uma definição genérica para os DRs. Porém, com essa expansão, estratégias regulatórias específicas foram implementadas para garantir a captação de recursos por companhias nacionais com segurança jurídica, eis que o CMN, em 1991, publicou a Resolução CMN n° 1.848/1991, disciplinando os investimentos de capitais estrangeiros no Brasil por meio dos ADRs, conceituando-os da seguinte forma:

Art. 2º. Qualificam-se para fins de registro nos programas de ADR/IDR os recursos ingressados no país para aquisição, tanto no mercado primário quanto no secundário, de ações de companhias abertas registradas perante a Comissão de Valores Mobiliários, à qual competirá o exame e a aprovação prévia dos contratos firmados entre a companhia emissora, o banco custodiante e o banco emissor (BRASIL, 1991).

Nota-se, portanto, que os ADRs foram regulamentados no Brasil durante um contexto de desequilíbrio econômico, momento em que medidas liberais começaram a ser implementadas a fim de reconfigurar o panorama macroeconômico do país. Com isso, os ADRs foram uma forma de facilitar a ampliação da captação de recursos pelas companhias nacionais.

Posteriormente, já em um cenário de renegociação da dívida externa, ou seja, internalização da dívida e introdução de novas diretrizes econômicas no Brasil, o CMN expediu a Resolução 2.318/1996, regulamentando os BDRs, trazendo a seguinte definição:

Art. 1º Para os efeitos deste Regulamento entende-se por:

I - Certificados de Depósito de Valores Mobiliários ("Brazilian Depositary Receipts" - 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" (BRASIL, 1996).

Apesar das semelhanças entre os títulos, os objetivos regulatórios se diferem através da perspectiva brasileira: enquanto um beneficia as companhias brasileiras, o outro beneficia os investidores em si. No entanto, a via é de mão dupla.

Os ADRs: (i) garantem um mecanismo para que companhias nacionais captem recursos no exterior através da emissão de recibos de depósito nas bolsas de valores norte-americanas; (ii) possibilitando que investidores dos EUA tenham acesso, em seu próprio mercado de capitais, a títulos que representam valores mobiliários emitidos em outro país.

Os BDRs: (i) garantem um mecanismo para que companhias com sede no exterior captem recursos brasileiros através da emissão de recibos de depósito na B3; (ii) possibilitando que investidores brasileiros tenham acesso, no próprio mercado de capitais, a títulos que representem valores mobiliários emitidos em outros países.

Diante do cenário de alteração das políticas econômicas nacionais:

A abertura da economia a partir de 1990, juntamente com o intenso programa de privatização do governo brasileiro, proporcionou grande crescimento à Bolsa brasileira. A estabilização da economia e a maior facilidade de acesso a investimentos estrangeiros no País foram outros fatores que contribuíram para esse desenvolvimento (FAMA; NETO, 2002, p. 30).

Atualmente, os investimentos de não residentes no país é regulada pelo Anexo II à Resolução CMN nº 4.373/2014, o qual dispõe sobre os DRs, conceituando-os como:

Certificados emitidos no exterior por instituição depositária, representativos dos ativos listados abaixo, depositados em custódia específica no País:

- a) valores mobiliários emitidos por companhias abertas brasileiras;
- b) títulos de crédito elegíveis a compor o Patrimônio de Referência (PR) emitidos por instituições financeiras e demais instituições de capital aberto autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (BRASIL, 2014).

Historicamente, a expansão do mercado de capitais brasileiro vem promovendo diversas transformações, principalmente no quesito da qualidade regulatória, especialmente nos últimos anos. Não à toa a B3 foi eleita duas vezes consecutivas, em 2019 e 2020, como a bolsa de valores do ano, na categoria “*Global and Americas*

Exchange of the Year”, de acordo com a *FOW Awards*, premiação organizada pela revista *Futures and Options World* (FOW) do Reino Unido.

Essa expansão traz uma maior democratização do mercado de capitais, podendo ser observada de modo mais claro quando se analisa a evolução regulatória dos BDRs. A criação da CVM, através da Lei nº 6.385/1976, fez com que a autarquia fosse uma das responsáveis em disciplinar e regular a emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários no Brasil. Com a Resolução CMN nº 2.318/1996, a CVM passou a editar normas complementares sobre BDRs.

Em 1996, através da Instrução Normativa (IN) nº 255, a CVM editava sua primeira instrução sobre os certificados de depósito, que foi rapidamente revogada pela IN CVM nº 332/2000, principal regulamentação dos BDRs até os dias de hoje; juntamente com a atual IN CVM nº 80/2022, que revogou a famosa IN CVM nº 480/2009.

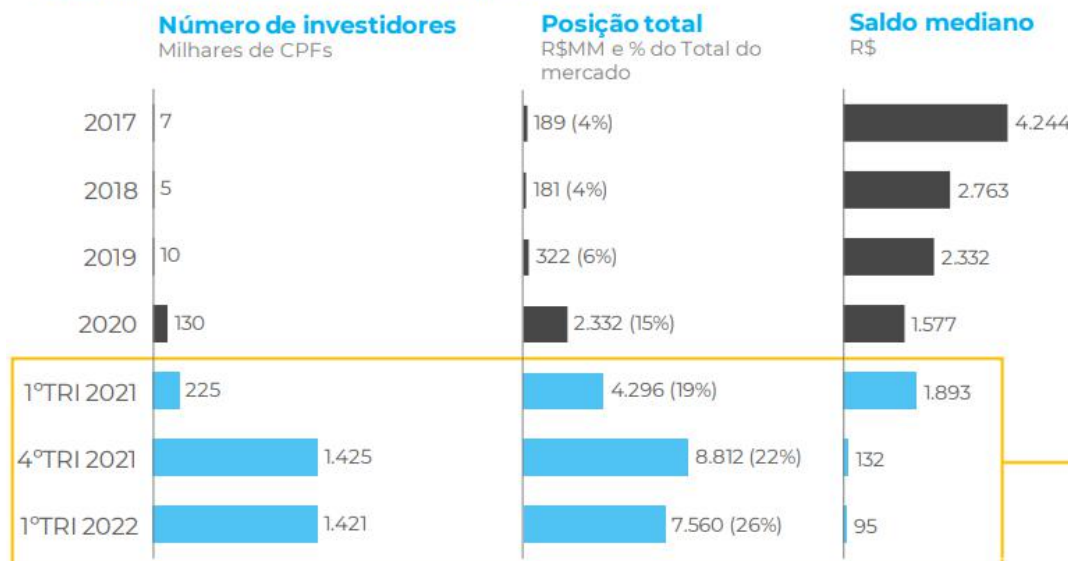
No entanto, até 2020, os BDRs eram acessíveis apenas para investidores qualificados, termo que foi disciplinado pela IN CVM nº 554/2014; ou seja, pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00; pessoas naturais com qualificação técnica ou certificadas pela CVM e clubes de investimento possuíam acesso a esses investimentos.

Assim, em 2020, a IN CVM nº 3 passou a permitir a aquisição de BDRs para quaisquer investidores. Isto fez com que qualquer investidor pessoa física pudesse acessar títulos com lastro em empresas estrangeiras. Em termos não técnicos, a partir de 2020 era possível investir em companhias estrangeiras diretamente da bolsa de valores brasileira.

A alteração proporcionou uma verdadeira revolução no mercado de capitais interno. De acordo com o relatório realizado pela B3 em março de 2022: “uma análise da evolução dos investidores na B3”; o número de investidores (CPFs) em BDRs de 2020 a 2021 aumentou em 1,4 milhões, ou seja, um salto de 994% em 1 ano; consolidando-se como o produto que mais cresceu em relação a 2020; conforme pode-se observar no gráfico abaixo:

Gráfico 2 – Evolução da Posição das Pessoas Físicas na B3 em BDRs

Evolução da Posição das Pessoas Físicas na B3



Fonte: B3, 2022.

Portanto, a evolução regulatória trouxe consigo complexidades técnicas e jurídicas ao tema. Atualmente, as perspectivas econômicas e tributárias já estão sendo amplamente debatidas na academia, deixando de lado os aspectos jurídicos, regulatórios e institucionais; os quais serão abordadas de forma minuciosa no próximo capítulo.

CAPÍTULO II - BDRs: ASPECTOS PROCEDIMENTAIS, JURÍDICOS E INSTITUCIONAIS

2.1 O que são BDRs?

A definição legal de valores mobiliários evoluiu com a expansão de competências da CVM. Conforme pontuado por Ary Oswaldo Mattos Filho:

De toda essa evolução ou ampliação do campo de competência da CVM resultou que, como se verá mais adiante, da definição legal cinco são os pontos caracterizadores do valor mobiliário, a saber: i. há, necessariamente, a condição de que a oferta não seja privada, mas pública (veremos as características desta última mais adiante); ii. o investimento coletivo deve concretizar-se através da emissão de um título ou pela adesão a um contrato de investimento coletivo; iii. tal contrato coletivo ou título deve gerar direitos participativos, de parceria ou de remuneração no negócio ou empreendimento coletivo; ou iv. a remuneração constante do título ou do contrato coletivo poderá ser resultante inclusive da prestação de serviços; v. os rendimentos devem advir do esforço do empreendedor ou de terceiros (MATTOS FILHO, 2015, p. 174-175).

Conceitos genéricos e técnicos já foram dados no capítulo anterior, no entanto, uma definição mais aprofundada merece atenção. Os BDRs não apenas representam valores mobiliários emitidos no exterior, como são, por si só, valores mobiliários. Isto é, são ativos nacionais negociados no mercado de capitais interno, que representam títulos estrangeiros negociados no exterior.

Os certificados podem ser lastreados em diversos tipos de investimentos: (i) ações emitidas por emissores estrangeiros em mercados estrangeiros; (ii) cotas de fundos de índice, mais conhecidos como Exchange-traded Fund (ETFs) admitidas à negociação no exterior; e (iii) títulos representativos de dívida. Esse trabalho irá focar na análise dos BDRs lastreado em ações emitidas por companhias estrangeiras.

Conforme positivado na IN CVM n° 332 e no Anexo J da IN CVM n° 80/2022, o emissor estrangeiro que queira emitir BDRs lastreados em ações de sua emissão deve ter sede fora do país e estar sujeito ao órgão regulador do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação.

Não obstante, deve, ainda, atender um dos seguintes critérios: (i) o principal mercado de negociação deve ser uma bolsa de valores cujo órgão regulador tenha acordo

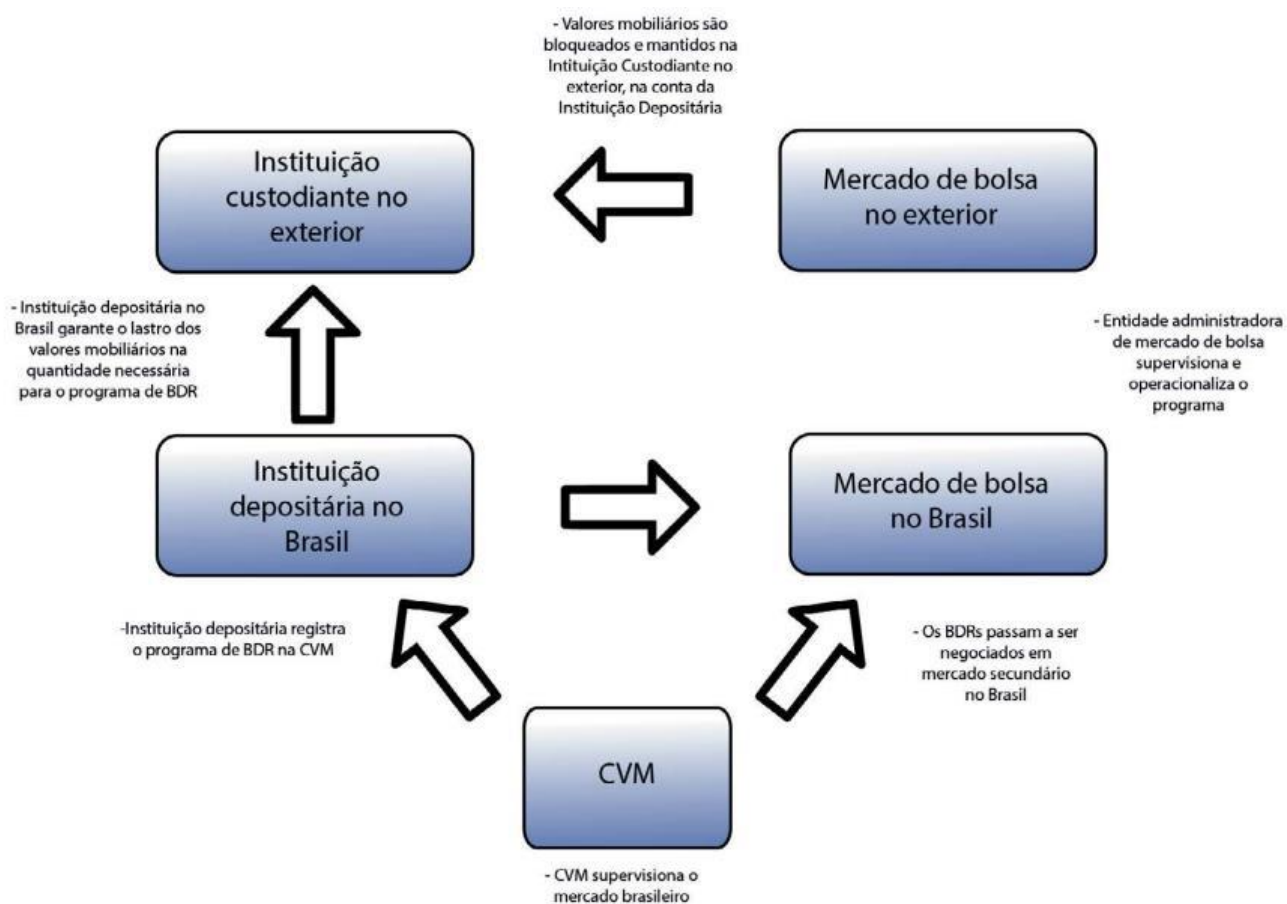
de cooperação com a CVM; e (ii) seja classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM. Além disso, os ativos e receitas no Brasil devem corresponder a menos de 50% do total de seus negócios.

2.2 Instituições envolvidas na negociação do BDR

Para que ocorra a negociação dos BDRs, diversos *players* (instituições) participam do procedimento de emissão, os principais são: (i) instituição depositária no Brasil; (ii) instituição custodiante no exterior e; (iii) empresa estrangeira emissora, quando for o caso.

A IN CVM n° 332/2000 traz um conceito preciso para cada *player*: a instituição depositária é aquela que efetivamente emite, no Brasil, o BDR lastreado nos valores mobiliários estrangeiros; a instituição custodiante possui sede no exterior, é autorizada a prestar serviços de custódia por órgão regulatório similar à CVM, sendo a responsável por manter os valores mobiliários lastro bloqueados em uma conta, e o emissor estrangeiro é a companhia aberta, ou assemelhada, responsável pela emissão dos valores mobiliários cujos BDRs são lastreados.

Essa dinâmica pode ser melhor observada no diagrama abaixo:

Figura 1 – Papel dos *players* na emissão de um BDR

Fonte: CVM, 2020.

A instituição depositária no Brasil é a responsável pela efetiva emissão do BDR. Para que ocorra a negociação do ativo, deverá estruturar e registrar um Programa de BDR na CVM. Com isso, assumirá a responsabilidade pela coordenação da distribuição de dividendos, bonificações, subscrições e outros direitos dos titulares do certificado; devendo divulgar todas as informações necessárias e garantir o lastro do certificado nos valores mobiliários negociados no exterior.

Para garantir o lastro do BDR, a instituição depositária abrirá uma conta, em seu nome, na instituição custodiante, onde manterá os ativos estrangeiros bloqueados; adotando padrões procedimentais com a mesma para assegurar a equivalência quantitativa entre os ativos lastro e os BDRs.

É necessário pontuar que o BDR, não obrigatoriamente, representa uma unidade inteira do valor mobiliário que mantém lastro; portanto, a relação entre unidades de cada

ativo dependerá de cada Programa; como é o caso dos papéis da Nu Holdings LTD. (Nubank), controladora do Grupo Nubank, que são negociados na proporção de 1/6, ou seja, cada BDR representa 1/6 de uma ação negociada na *The New York Stock Exchange* (NYSE), mais conhecida como bolsa de valores de Nova Iorque. O caso será abordado em maiores detalhes no Capítulo III.

2.3 Os Programas de BDRs

Conforme dito anteriormente, a emissão de um BDR é realizada por meio de um Programa, que atualmente é dividido em duas modalidades: (i) BDRs Patrocinados, que possui diferentes Níveis; e (ii) BDRs Não Patrocinados. Conforme positivado no art. 1º, IV, da IN CVM nº 332/200, esta classificação baseia-se em: “características de divulgação de informações, distribuição e negociação e a existência, ou não, de patrocínio das empresas emissoras dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito” (BRASIL, 2000). Para uma melhor visualização:

Figura 2 – Programas de BDRs



Fonte: CVM, 2020.

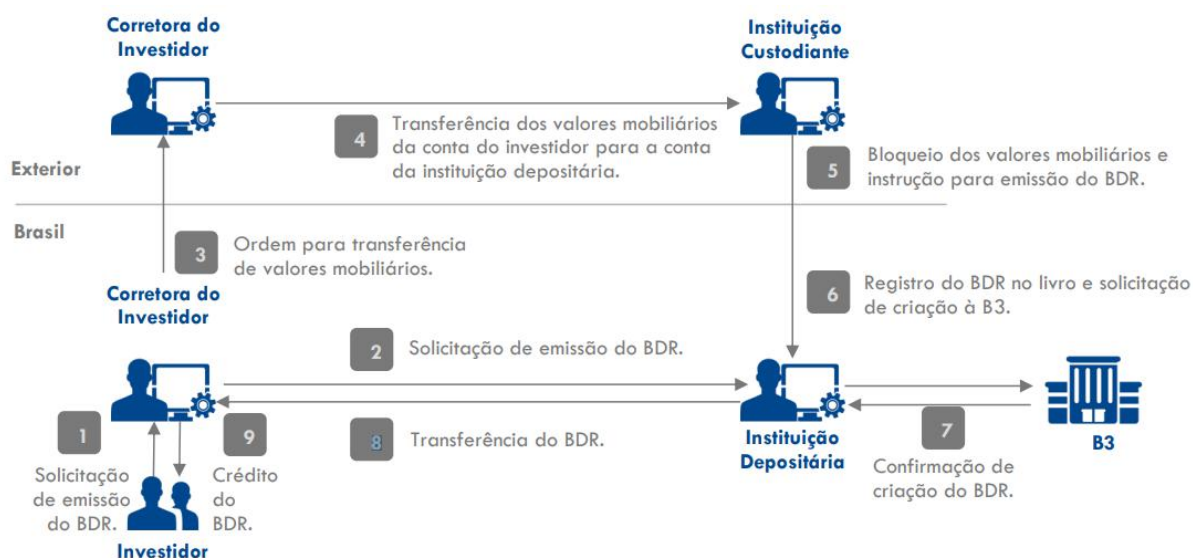
2.3.1 BDRs Patrocinados

O Programa de BDR Patrocinado é aquele em que a companhia emissora, ou assemelhada, contrata uma única instituição depositária no Brasil. Nesta modalidade, quando o BDR for lastreado em ações, a companhia estrangeira que as emitiu terá participação direta e ativa na estruturação do Programa, responsabilizando-se pelos seus custos, pela publicação de informações obrigatórias, entre outros.

Sua regulação encontra-se no art. 3º e seguintes da IN CVM nº 332, que institui três Níveis para a modalidade: Nível I, Nível II e Nível III, cujas particularidades trazem implicações jurídicas para todos os *players*, inclusive aos investidores.

No geral, as negociações de um BDR são feitas no mercado secundário, isto é, aquele em que os investidores negociam os títulos entre si. No entanto, a emissão dos BDRs é feita de acordo com a demanda dos investidores domésticos no mercado primário:

Figura 3 – Fluxo de emissão do BDR Patrocinado no mercado primário



Fonte: B3, 2020.

2.3.1.1 BDR Patrocinado Nível I

Esse Nível de BDR possibilita a negociação do certificado em mercado de balcão não organizado, em seguimentos específicos de bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, isto é, sem o envolvimento de uma entidade administradora de mercado; conceitos estes que serão analisados posteriormente.

Suas principais características são: (i) a companhia possui dispensa de registro na CVM, exceto quando o BDR tiver lastro em títulos representativos de dívida de emissores nacionais; (ii) as informações que a companhia emissora for obrigada a divulgar em seu país de origem deverão ser divulgadas, também, pela instituição depositária, no Brasil, além dos fatos relevantes, comunicações ao mercado, entre outras.

Até 2020, a aquisição era permitida apenas a investidores qualificados e empregados da Patrocinadora ou sociedade integrante do mesmo grupo econômico. A possibilidade de negociação por investidores de varejo só foi possível com a publicação da IN CVM nº 3/2020. Porém, alguns requisitos devem ser observados: (i) o mercado de negociação estrangeiro dos ativos lastro que tenha o maior volume dos 12 meses anteriores deverá ser classificado como “mercado reconhecido” pela entidade administradora de mercado aprovado pela CVM, considerando fatores como transparência, liquidez, mecanismos de proteção e reputação; e (ii) o emissor deverá estar sob a égide regulatória desta entidade reguladora.

Ainda, poderá ser objeto de distribuição via oferta pública com esforços restritos, nos termos da IN CVM nº 80/2022, que se caracteriza pela dispensa de registro e análise da CVM, bem como pela não necessidade de confecção de prospecto; por isso, seu principal mercado de negociação é o de balcão não organizado.

2.3.1.2 BDR Patrocinado Nível II

O BDR Patrocinado Nível II, assim como o Nível I, pode ser distribuído por oferta pública com esforços restritos; mas diferenciam-se nas seguintes características: (i) a companhia deve ser registrada na CVM; (ii) sua negociação ocorre em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado; e (iii) não possui restrições de investidores.

2.3.1.3 BDR Patrocinado Nível III

O BDR Patrocinado Nível III se diferencia dos anteriores pela seguinte característica: o Programa só é registrado quando a distribuição dos valores mobiliários

no exterior for concomitante a oferta pública de distribuição de BDR no Brasil, conforme estipula a IN CVM n° 332/2000.

Por outro lado, o Nível III assemelha-se ao Nível II em relação a necessidade de registro do emissor na CVM, como apontado anteriormente. Para isso, existem duas categorias de registro, elencadas pela IN CVM n° 80/2022: (i) Categoria A; e (ii) Categoria B.

Quando o emissor requerer registro na categoria A, terá direito a negociar, em mercados regulamentados, quaisquer valores mobiliários que sejam emitidos pelo próprio emissor. Por sua vez, a categoria B é residual, autorizando a negociação de valores mobiliários do emissor, exceto ações e certificados de depósito de ações, ou seja, títulos que são emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários que garantem aos titulares o exercício dos direitos inerentes ao papel.

As diferenças entre os Níveis de Programas Patrocinados de BDR podem ser observados na tabela abaixo:

Tabela 1 - diferenças entre os Níveis de Programas Patrocinados de BDR

| | Nível I | Nível II | Nível III |
|--|---|------------------------------------|--|
| Registro de emissor estrangeiro na cvm | Não, exceto BDR lastreado em títulos de dívida de companhias abertas brasileiras. | Sim | Sim |
| Oferta Pública | Pode haver, com esforços restritos | Pode haver, com esforços restritos | Sim, simultaneamente à oferta pública no exterior dos valores mobiliários lastro do programa |
| Negociação | Balcão não organizado ou segmento específico de bolsa ou balcão organizado | Bolsa ou balcão organizado | Bolsa ou balcão organizado |
| Informações do emissor | Informações que o emissor está obrigado em seu país de origem ou no país em que os valores mobiliários são admitidos à negociação | Conforme as regras da CVM | Conforme as regras da CVM |
| Investidor | Investidores qualificados; empregados do patrocinador; e investidores em geral, se atendidas as condições estabelecidas na regulamentação | Sem restrições | Sem restrições |

Fonte: CVM, 2020.

2.4 BDR Não Patrocinado

Diferentemente do BDR Patrocinado, o Não Patrocinado possui as seguintes características: (i) o Programa não é Patrocinado pelo emissor estrangeiro; (ii) pode ser instituído por uma ou mais instituições depositárias; (iii) a negociação é realizada nos moldes do BDR Patrocinado Nível I, portanto, o Programa também é chamado de BDR Não Patrocinado Nível I; e (iv) sua negociação foi permitida para investidores de varejo, se atendidas as condições previstas na regulação vigente.

Neste Programa, não há o envolvimento da companhia estrangeira, por isso, uma série de obrigações referentes a divulgações informacionais foram previstas na regulamentação. O art. 3º, §3º da IN CVM nº 332/2000 dispõe que a instituição depositária emissora do BDR terá o dever de divulgar, no Brasil, uma série de informações antes da abertura do pregão do dia seguinte ao da sua primeira divulgação, como: fatos relevantes e comunicações ao mercado; aviso de disponibilização das demonstrações financeiras no país de origem; deliberações de assembleias e das reuniões do conselho de administração; avisos aos titulares dos valores mobiliários que lastreiam o BDR; demonstrações financeiras; entre outras.

Para mitigar possíveis consequências negativas da ausência de registro da companhia emissora na CVM, o Programa somente obterá autorização caso a mesma seja sediada em um país onde os órgãos reguladores de valores mobiliários tenham acordo de cooperação firmado com a CVM; mais especificamente, sejam signatários do Memorando Multilateral de Entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores (OICV).

Sua negociação ocorre exclusivamente na bolsa de valores, apesar da ausência de oferta pública. A aquisição é permitida nos mesmos moldes do BDR Patrocinado Nível I; conforme flexibilização adotada pela IN CVM nº 3/2020.

Por conta das características descritas, este Programa é o mais comum no mercado, contando com mais de 800 ativos disponíveis. Para uma comparação geral entre as modalidades:

Tabela 2 - diferenças entre os Níveis de Programas Patrocinados e Não Patrocinados de BDR

| Quadro-resumo – Brazilian Depositary Receipt | | | | |
|--|---------------------------------------|---|--------------------------|-----------------------------|
| | Não Patrocinado | Patrocinado | | |
| | Nível I | Nível I | Nível II | Nível III |
| Envolvimento da empresa | Não | Sim | Sim | Sim |
| Registro na CVM | Programa | Programa dispensa da companhia | Programa e companhia | Programa e companhia |
| Registro de emissor estrangeiro na CVM | | Dispensado | Sim | Sim |
| Oferta Pública (possibilidade) | Não | Esforços restritos | Esforços restritos | Geral ou esforços restritos |
| Negociação | Bolsa | Bolsa, balcão organizado e não organizado | Bolsa, balcão organizado | Bolsa, balcão organizado |
| Padrão Contábil | País de origem | País de origem | Brasil | Brasil |
| Aquisição | Nos moldes do BDR Patrocinado Nível I | Investidores qualificados empregados da companhia | Qualquer investidor | Qualquer investidor |

Fonte: B3, 2020.

2.5 Mercado de negociação

Para que se entenda a negociação dos BDRs na B3, é necessário analisar alguns pontos. As Leis nº 4.595/1964 (Lei da Reforma Bancária) e nº 6.385/1976 (Lei do Mercado de Capitais) estruturaram o que hoje é conhecido como o Sistema Financeiro Nacional (SFN), através da criação do CMN, do Bacen e da CVM.

As competências do SFN são divididas em seis mercados: (i) Mercado Monetário e de Crédito; (ii) Mercado de Seguros e Previdência; (iii) Mercado de Câmbio; (iv) Mercado de Derivativos e (v) Mercado de Capitais. Este último tem como objetivo garantir as operações de valores mobiliários e títulos em mercado de bolsa ou balcão, para que as empresas possam se capitalizar com recursos de terceiros.

Na infraestrutura do SFN, a bolsa de valores brasileira se posiciona como administradora de mercados organizados de bolsa e balcão, oferecendo soluções de negociação, registro e pós-negociação. Assim, torna-se a responsável por uma série de serviços, como: (i) registro, negociação e pós-negociação dos principais ativos financeiros, como os BDRs; (ii) listagem de emissores de valores mobiliários, empréstimos de ativos, *market data*; e (iii) Câmara de Compensação e Liquidação; entre outros.

Esse modelo de negócios verticalmente integrado só foi possível através da fusão da BM&FBOVESPA S.A. com a CETIP S.A., aprovada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), em 2017, dando origem a B3, atual responsável pelo mercado de valores mobiliários.

O art. 3º da IN CVM nº 461/2007 classifica mercado organizado como “espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros” (BRASIL, 2007, art. 3º).

Seguindo a lógica, o mercado organizado se divide em: (i) mercado de balcão organizado; e (ii) mercado de bolsa. Este último caracteriza-se como um sistema centralizado de negociação multilateral, permitindo ofertas de compra e venda de valores mobiliários.

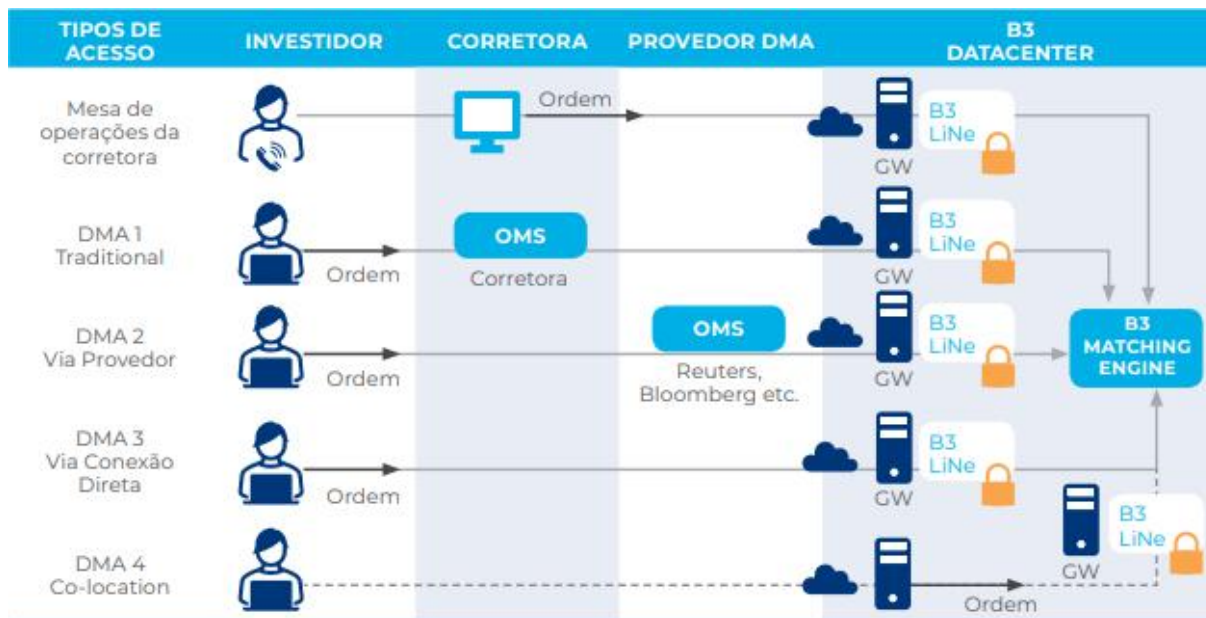
Essas operações são realizadas no mercado à vista de ativos de renda variável, com negociações de ações; cotas de fundos; recibos de subscrição de cotas de fundos; direitos, recibos e bônus de subscrição; BDRs; entre outros.

Portanto, a negociação de BDRs é feita diretamente na bolsa de valores, assim como ações e outros títulos, com exceção do BDR Patrocinado Nível I, que também pode ser negociado no mercado de balcão não organizado

A B3 desenvolveu uma plataforma eletrônica de negociação em conjunto com o CME Group, chamada PUMA Trading System, que reúne, em um só sistema, as operações com ativos de renda fixa, commodities, câmbio e renda variável.

O sistema é complexo, mas pode ser simplificado conforme diagrama abaixo:

Figura 4 – Tipos de acesso ao PUMA Trading System



Fonte: B3, 2020.

Pode-se observar que, no Brasil, os investidores não possuem acesso direto a plataforma de operações. Por isso, em termos práticos, o investidor pessoa física que queira investir em BDR precisa de um intermediário habilitado para operar nos mercados, como uma corretora.

Os intermediários, especialmente as corretoras, disponibilizarão um sistema integrado e automatizado para a realização das negociações diretamente pela internet, através do *home broker*, que é a tela de conexão ao PUMA Trading System. Esta forma de acesso é conhecida como *Direct Market Access* (DMA), e garante a difusão de informações em tempo real para o investidor.

Conforme as regras estabelecidas pela B3, a liquidação, isto é, o tempo entre o pagamento e a entrega dos BDRs, ocorre em um prazo de 2 dias úteis (D+2). O vendedor terá o dinheiro disponível em sua conta, no intermediário, em um prazo de dois dias úteis após a negociação.

Os BDRs são emitidos na forma escritural, ou seja, não há, de fato, um certificado individual a fim de comprovar a titularidade, pois isso iria inviabilizar boa parte das negociações, que deveriam exigir movimentação de documentos entre a parte vendedora e compradora.

Por isso, o controle de titularidade ocorre através de contas de depósito abertas em nome dos investidores, que serão responsáveis pela guarda, tratamento e processamento das movimentações. Este papel é desempenhado pela *Central Securities Depository* (CSD), mais conhecida como Central Depositária da B3, que promove a custódia de ativos de forma desmaterializada, em formato eletrônico (*book entry*).

2.6 Implicações jurídicas

2.6.1 Representantes legais e o princípio da full and fair disclosure

Os emissores estrangeiros que Patrocinam Programas de BDR Nível I, Nível II e Nível III, são obrigados a eleger e manter representantes legais domiciliados e residentes no Brasil, para que possam representar a instituição perante a CVM e receber correspondências, citações, intimações e notificações contra a companhia. A aceitação da designação deve ocorrer via documento escrito, indicando as responsabilidades e poderes.

No caso de BDR Nível II e Nível III, os diretores e membros do conselho de administração do emissor estrangeiro também devem designar representantes legais no Brasil, a fim de cumprir as mesmas garantias supracitadas.

A principal função do representante legal é proporcionar uma conexão entre o emissor e a CVM, com o objetivo de garantir a divulgação transparente de informações. De acordo com o art. 80, §2º da IN CVM nº 80/2022, o representante legal é equiparado ao Diretor de Relações com Investidores (DRI), isto é, aquele responsável pela prestação, divulgação e veracidade de todas as informações exigidas.

Seu papel é tão importante que, em caso de interdição, impedimento, morte, renúncia, ou qualquer outro acontecimento que o impeça de exercer suas funções, o emissor terá o dever de substituí-lo no prazo de 15 dias úteis. Para evitar possíveis fraudes,

a CVM ainda prevê que, se o emissor não promover a substituição do representante legal no caso de renúncia, este permanecerá responsável pelas suas designações pelo período de 60 dias a contar da renúncia.

A legislação dita alguns casos em que o emissor estrangeiro possui dispensa da obrigação de prestar informações específicas. Segundo o Capítulo V, Seção III da IN CVM nº 80/2022, o emissor em recuperação judicial está dispensado de entregar o Formulário de Referência até o final do processo de recuperação; o emissor em falência e em liquidação estão desobrigados de prestar informações periódicas. Porém, como vimos, nesses casos ainda há a obrigação de designar representante legal.

A Superintendência de Relações com Empresas (SEP) analisou em dois Processos Administrativos Sancionadores (PAS), os quais serão abordados a seguir, alegações semelhantes contra a LAEP Investments no Brasil, companhia estrangeira Patrocinadora de BDR que entrou em processo de liquidação judicial. Ambas alegações decorriam do dever de prestar informações.

No PAS CVM nº RJ2016/7352, o representante legal da emissora, antes da decretação da liquidação, foi condenado à multa pecuniária no valor de R\$90.000,00 por não enviar à CVM informações periódicas, por outro lado, a companhia foi absolvida do dever de prestar informações após a decretação de liquidação judicial.

Deste modo, duas situações surgiram da decisão proferida pelo Diretor-Relator Henrique Balduino Machado Moreira: (i) a responsabilidade do representante legal permanece até o momento de decretação da liquidação da Companhia; (ii) após a decretação, o emissor entra em situação especial, fato que o exime de prestar informações periódicas.

Aqui, surge um precedente perigoso, que ignora o dever de designar representante legal no caso do emissor em situação especial. Apesar de não citar de forma explícita em sua decisão, o Relator seguiu os argumentos da LAEP, que defendiam a equiparação do liquidante ao representante legal da companhia. No entanto, a SEP, no Relatório nº 96/2017-CVM/SEP/GEA-4, de 2017, elaborado com base no caso concreto, argumenta que:

O mercado de valores mobiliários é regido pelo princípio do *full and fair disclosure*, através de sua inserção na lei que norteia o mercado de valores mobiliários (Lei 6.385/76) e naquela que dispõe sobre as companhias (Lei 6.404/76). O princípio em questão prevê, por um lado, o dever dos emissores registrados na CVM (através dos seus acionistas controladores e administradores) de divulgar um amplo conjunto de informações completas e precisas sobre as atividades sociais a elas relativas e, por outro, a responsabilidade do Estado, como agente normativo e regulador da atividade econômica, na exigência de um nível mínimo de informações a serem prestadas pelas companhias para a captação de poupança popular (BRASIL, 2017).

Apesar do representante legal possuir responsabilidade primária no dever de prestar informações, isto não afasta a responsabilidade do próprio emissor, seus controladores e administradores. Portanto, caso ocorra a violação de um regulamento por parte do emissor, as normas legais serão aplicadas, principalmente para que não se perca a eficácia do princípio do *full and fair disclosure*.

Já em relação ao outro julgamento, o PAS nº RJ2015/10545, o Colegiado da CVM firmou importante precedente em decisão proferida em 2019. O caso concreto diz respeito a renúncia do representante legal da LAEP Investments no Brasil. A SEP intimou o liquidante nomeado para que providenciasse a nomeação de um novo representante legal no Brasil.

Neste caso, a dúvida não é apenas sobre a possibilidade de responsabilização ou não, mas a quem caberia tal responsabilidade. A Procuradoria Federal Especializada (PFE) emitiu memorando sinalizando que a omissão acerca da designação de representante legal deve ser atribuída à LAEP, pois a nomeação do liquidante foi uma decisão de um tribunal estrangeiro, a Suprema Corte de Bermudas, ou seja, os efeitos da decisão são dependentes de homologação pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ). Seguindo a sinalização da PFE, o Colegiado da CVM, por maioria dos votos, aplicou à LAEP uma multa no valor de R\$250.000,00.

Em um cenário que detentores de BDRs estão sujeitos a diferentes regulações, o caso reforça a importância do princípio do *full and fair disclosure* para a proteção dos investidores, bem como da figura do representante legal, que servirá como uma ponte de informações entre a autarquia reguladora nacional e a companhia Patrocinadora.

Determinados padrões regulatórios, como do princípio supracitado, são importantes para que o mercado de capitais funcione de forma justa. A International Organization of Securities Commissions (IOSCO), também conhecida como Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários, publicou, em 1998, o trabalho “Objectives and Principles of Securities Regulation”, que foi sendo atualizado ano após ano, a fim de elencar objetivos e princípios regulatórios.

O conjunto de objetivos e princípios tornou-se referência regulatória para os mercados de capitais ao redor do mundo. Os três objetivos principais são: (i) proteção dos investidores; (ii) garantia da eficiência e transparência do mercado de capitais; e (iii) redução do risco sistêmico. Assim, é notória a importância do princípio em questão, já que todos os objetivos aqui citados são garantia direta para uma eficaz implementação do *full and fair disclosure*.

2.6.2 *Players: relação, legislação e jurisdição*

Para que ocorra a efetiva emissão de um BDR, diversos *players* do mercado se relacionam entre si, criando dinâmicas distintas a depender da figura envolvida. Com isso, cada situação possui uma consequência jurídica própria, variando o tipo contratual e até mesmo a jurisdição responsável.

Na prática, existem 4 principais figuras: (i) empresa estrangeira; (ii) instituição depositária; (iii) instituição custodiante; e (iv) investidores titulares do BDR. A relação entre os *players* vai variar dependendo de cada situação, assim, algumas perguntas serão propostas e devidamente respondidas a seguir.

No caso do Programa Patrocinado, temos duas possibilidades, com diferentes consequências, a depender do Nível do Programa: (i) no Nível I, a companhia estrangeira possui dispensa de registro na CVM, salvo hipóteses previstas no ordenamento; e (ii) no Nível II e Nível III, a companhia estrangeira é obrigada a ter registro perante a CVM.

Diferentemente do que ocorre com o BDR Não Patrocinado, que, como o próprio nome diz, não possui a figura da companhia Patrocinando o Programa, isto é, a instituição

depositária não firma contrato com a emissora, pois toda a estruturação é feita sem sua influência, envolvendo-se apenas com a instituição custodiante.

Há ainda a figura do investidor, que, de acordo com as Instruções Normativas da CVM, deve sempre ter seus interesses e direitos defendidos pela instituição depositária, que é efetivamente a responsável pelo Programa de BDR.

Assim, algumas dúvidas surgem: (i) qual legislação societária deve reger as companhias emissoras? (ii) qual a jurisdição competente para regular a relação entre a instituição depositária e o investidor titular do BDR? (iii) qual a jurisdição competente para regular a relação entre a instituição depositária e a companhia emissora?

Para responder essas perguntas, é necessário analisar alguns aspectos jurídico-contratuais que permeiam a relação entre os *players*: (i) contrato de depósito; e (ii) contrato de custódia. O contrato de depósito é o responsável por orientar toda a relação da instituição depositária com a companhia Patrocinadora, disciplinando, também, os atos e obrigações do depositário frente aos órgãos reguladores e titulares, bem como definir os direitos dos detentores de BDR.

Não obstante, a fim de emitir o BDR, a instituição depositária deve contratar uma instituição custodiante, por meio de um contrato de custódia, o qual, além de regular a relação entre ambos, disciplinará os direitos e obrigações do custodiante frente aos valores mobiliários que servem de lastro.

O contrato de depósito é um dos pré-requisitos para o registro de Programa de BDR na CVM, devendo ser enviado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), conforme estipula o art. 5º, I, da IN CVM nº 322.

A natureza dos contratos de depósito, em sentido amplo, varia de acordo com o ordenamento de cada país, portanto, suas consequências também divergem. Segundo Ricardo Medina Salla:

No caso dos Estados Unidos, por exemplo, os depositary agreements podem ser vistos à luz dos negócios fiduciários (trusts), que lhes atribui uma qualidade híbrida de propriedade. No Brasil, por outro lado, o contrato de depósito não

transfere a propriedade, mas apenas a posse de determinado bem, sem conferir ao depositário o direito de fruição (SALLA, 2012).

Portanto, mesmo a instituição depositária possuindo os títulos lastro em custódia, em conta própria, mantida na instituição custodiante, nenhum *player* da dinâmica de emissão de BDR terá direito de propriedade sobre os valores mobiliários lastro; afinal, este benefício é exclusivo de investidores acionistas, no caso de ações, os quais não se confundem com os titulares do BDR.

Conforme analisado anteriormente, a obrigatoriedade em designar representantes legais domiciliados e residentes no Brasil recai sobre todos os Níveis de Programa. O objetivo é possibilitar que ações contra o emissor estrangeiro sejam propostas no Brasil e, neste caso, o fundamento deverá ser com base no ordenamento jurídico interno. No caso do BDR Nível II e III, esta responsabilidade recai, também, nos diretores e membros do conselho de administração da companhia Patrocinadora.

Por outro lado, como houve a contratação da instituição depositária, esta não pode se eximir de responsabilidades. Assim, a IN CVM nº 80/2022, dispõe que ela é obrigada a monitorar todas as informações prestadas pelos emissores, auxiliando a CVM na obtenção de informações legais referente as medidas regulatórias promovidas pelos reguladores de valores mobiliários do país de origem, bem como suas leis societárias. O objetivo principal é preservar os interesses dos detentores de BDR.

Com isso, a primeira pergunta já pode ser respondida: a companhia, por ser uma sociedade estrangeira constituída conforme as leis societárias de seu país de origem, não sofrerá quaisquer interferências da legislação societária brasileira. No entanto, de acordo com o Ofício Circular/Anual – CVM/SEP de 2022, estarão submetidas à Lei nº 6.385/76, mas, mesmo no caso dos Programas Patrocinados Nível II e Nível III, a CVM ainda terá seu poder regulatório mitigado. O Ofício supracitado positiva que: “com relação à atuação da CVM, cabe a esta autarquia notadamente regular e fiscalizar a disponibilização de informações pelas companhias estrangeiras, principalmente no que diz respeito à Resolução CVM nº 44/21 e à Instrução CVM nº 80/22” (BRASIL, 2022).

Para uma melhor compreensão:

Uma pessoa jurídica não pode ter domicílio em lugar algum sem antes criar personalidade e esta só lhe pode ser reconhecida por um Estado, por aquele onde se constitui, ou estabeleceu sua sede e com relação ao qual cria o vínculo da nacionalidade.² Reconhecida pela lei de sua nacionalidade, a pessoa jurídica passa a ser universalmente reconhecida; sua capacidade no plano universal dependerá da capacidade que lhe é reconhecida no país de sua nacionalidade. Esta é a *lex societatis*. É verdade que para efeitos de funcionamento, outros países, que não o de sua nacionalidade, poderão exigir requisitos suplementares, além dos que tenham sido atendidos por ocasião de sua formação. Mas esse funcionamento, possibilitado pelo atendimento dos requisitos locais, se somará a seu reconhecimento básico, originário, que é universal e imutável (DOLINGER, 1997, p. 433).

Não obstante, a IN CVM n° 322 reforça as responsabilidades da instituição depositária, obrigando-a a atualizar e dispor demonstrativos de movimentação diária dos BDRs à CVM e responder por qualquer irregularidade na condução do Programa.

Note que, apesar do contrato de depósito, em sentido amplo, não transferir a propriedade das ações ao depositário; no caso específico de BDR, há uma certa atipicidade. Ainda de acordo com a IN supracitada, a instituição depositária poderá exercer o direito a voto em atos da companhia estrangeira, “direito esse que é próprio daqueles que exercem a posse e gozam do poder de fruição, o que é, *prima facie*, estranho aos contratos de depósito” (SALLA, 2012).

O direito deve ser exercido visando o melhor interesse dos titulares do BDR e, quando permitido pelo contrato, na forma instruída por eles. Ou seja, dependendo da situação jurídico-contratual, o próprio detentor do BDR poderá influenciar os atos da companhia estrangeira. Por isso, a relação entre a instituição depositária e o titular é regida pela jurisdição nacional, com o objetivo máximo de proteção dos detentores.

Por outro lado, a jurisdição competente para regular a relação entre a instituição depositária e o emissor estrangeiro, deve levar em conta o contrato de custódia. Neste contrato, o custodiante se responsabilizará pela guarda dos títulos em questão. Dinâmica que influenciará a relação da instituição depositária com a própria companhia Patrocinadora, pois, deverá exercer seus direitos por meio da custodiante.

Ainda, é imperativo analisar algumas diferenças entre os acionistas de ações e os detentores de BDRs representativos de ações. Note que a relação jurídica inicial já se mostra distinta: enquanto os acionistas são detentores dos ativos da própria companhia,

os titulares de BDRs não possuem relação direta com a mesma, por isso, a instituição depositária é também conhecida como instituição intermediária.

Os detentores de BDRs possuem seus direitos definidos no estatuto social/contrato social da companhia Patrocinadora e, também, no contrato de depósito com jurisdição brasileira. Apesar de possuir direitos análogos aos de acionistas, eles não estarão resguardados pela legislação brasileira, mas pelas leis societárias do país em que foi constituído, servindo como jurisdição responsável pelo estatuto social/contrato social do emissor estrangeiro. Não obstante, também estarão sujeitos a regulamentação do mercado de capitais onde as ações são listadas, que não se confundem com o local de constituição da sociedade.

No Brasil, as companhias autorizadas a listarem suas ações na bolsa de valores são as sociedades anônimas de capital aberto, também conhecidas como sociedades por ações, constituídas por meio de um estatuto social e reguladas pela Lei nº 6.404/1976. Os investidores são denominados acionistas, ou seja, são considerados sócios da companhia e, por isso, possuem direitos essenciais que nem mesmo o estatuto social poderá retirar. Os quais estão arrolados no art. 109 da Lei supracitada da seguinte forma: participação nos lucros sociais; participação do acervo em caso de liquidação; direito de fiscalização; preferência na subscrição de novos valores mobiliários e direito de retirada.

Nas palavras de Marcelo Barbosa Sacramone (2022), “a obtenção de lucro é o escopo final da companhia. O lucro é o objetivo pelo qual os sócios reuniram seus capitais e esforços para o desenvolvimento de uma atividade comum”. Por isso, a participação nos lucros sociais é direito de todo acionista, mas a companhia somente pagará os dividendos à conta do lucro líquido.

Nos termos da Lei nº 6.404/1976, os acionistas possuem três anos, a contar da data de disponibilização dos dividendos ou Juros Sobre Capital Próprio (JPC), para reclamar dos respectivos pagamentos. Por outro lado, apesar do detentor do BDR possuir direito proporcional no recebimento de dividendos e resultados, o exercício desse direito deverá ser feito pela instituição depositária,

Apesar do direito de voto não estar inserido no rol dos direitos essenciais do acionista, a prática de mercado incentiva a emissão de ações ordinárias, as quais conferem esse direito, tema que será abordado com mais profundidade no Capítulo III. Assim, para que o acionista exerça esse direito, poderá participar ativamente das assembleias da sociedade.

Os detentores de BDR, por outro lado, não terão o amparo da legislação societária do Brasil, por isso, caso o contrato de depósito tenha previsão para o exercício do direito de voto, deverão fazê-lo por meio da instituição depositária, a qual dependerá da instituição custodiante para a efetiva concretização do voto, que, por fim, estará sujeito a legislação societária do país de constituição do emissor estrangeiro e aos regulamentos do mercado de capitais de listagem das ações.

O próprio órgão regulador de mercado será diferente para cada valor mobiliário. A CVM irá promover uma proteção do detentor do BDR perante a companhia emissora de forma mitigada, tendo sua maior influência frente o depositário, que, em regra, é a instituição que poderá exercer os direitos relacionados aos ativos lastro.

Nesse sentido, é possível notar a influência da CVM perante emissores estrangeiros através do processo 19957.005751/2020-01, que, conforme o Ofício Circular/Anual – CVM/SEP de 2022:

O Colegiado entendeu, por maioria, que, na análise do pedido de registro inicial de um emissor estrangeiro, a Lei nº 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 (BRASIL, 2022).

Apesar da maioria dos BDRs listados na B3 serem do tipo Não Patrocinado, é notório que os casos mais emblemáticos são os do tipo Patrocinado, como é o caso do Nubank, companhia emissora que deu popularidade a uma onda disruptiva na dinâmica de captação de investimentos via dupla listagem, caso que será analisado no próximo capítulo.

CAPÍTULO III – O CASO NUBANK

3.1 O novo movimento: dupla listagem através de BDRs

Diversos países emergentes foram marcados por uma tendência liberal na economia durante os anos 90, como foi o caso do Brasil. Nesse contexto, as companhias nacionais buscaram diferentes formas de captar recursos no exterior, com o objetivo de internacionalizar suas fontes de financiamento.

Desde então, a melhor forma de concretizar a entrada de capital estrangeiro era através da emissão de DRs, principalmente ADRs, por conta da maturidade do mercado estadunidense. A partir de 1992, quando a CVM aprovou os dois primeiros Programas de ADR, este mecanismo vem se popularizando cada vez mais.

Atualmente, diversas companhias brasileiras possuem ADRs nas bolsas de valores dos EUA e, também, no Over-The-Counter (OTC), mais conhecido como mercado de balcão não organizado, onde ocorrem as negociações de títulos não regulamentados.

Em 1987, o então professor de contabilidade da Santa Clara University's Leavey School of Business, Shahrokh M. Saudagaran, através de um estudo empírico, analisou os principais fatores que influenciam a decisão de companhias listarem ações em bolsas estrangeiras. Com isso, Saudagaran (1987) chegou a conclusão de que os motivos para a listagem externa são: (i) financeiros; (ii) publicidade; (iii) políticos; (iv) tamanho relativo da empresa em bolsas estrangeiras; e (v) exposição ao mercado estrangeiro. Nota-se que os benefícios da listagem internacional se confundem com os próprios fatores de influência. Segundo Saudagaran (1987):

Os defensores da listagem afirmam que, além de tornar as ações de uma empresa mais negociáveis, também pode melhorar sua imagem corporativa, bem como seu reconhecimento público. As empresas listadas são seguidas mais de perto pela mídia e estão em melhor posição para ter seus comunicados à imprensa amplamente divulgados. Entre os benefícios declarados, existe uma oportunidade para as empresas melhorarem seu custo e disponibilidade de capital através da exploração dos mercados de capitais estrangeiros (SAUDAGARAN, 1987, p. 105).

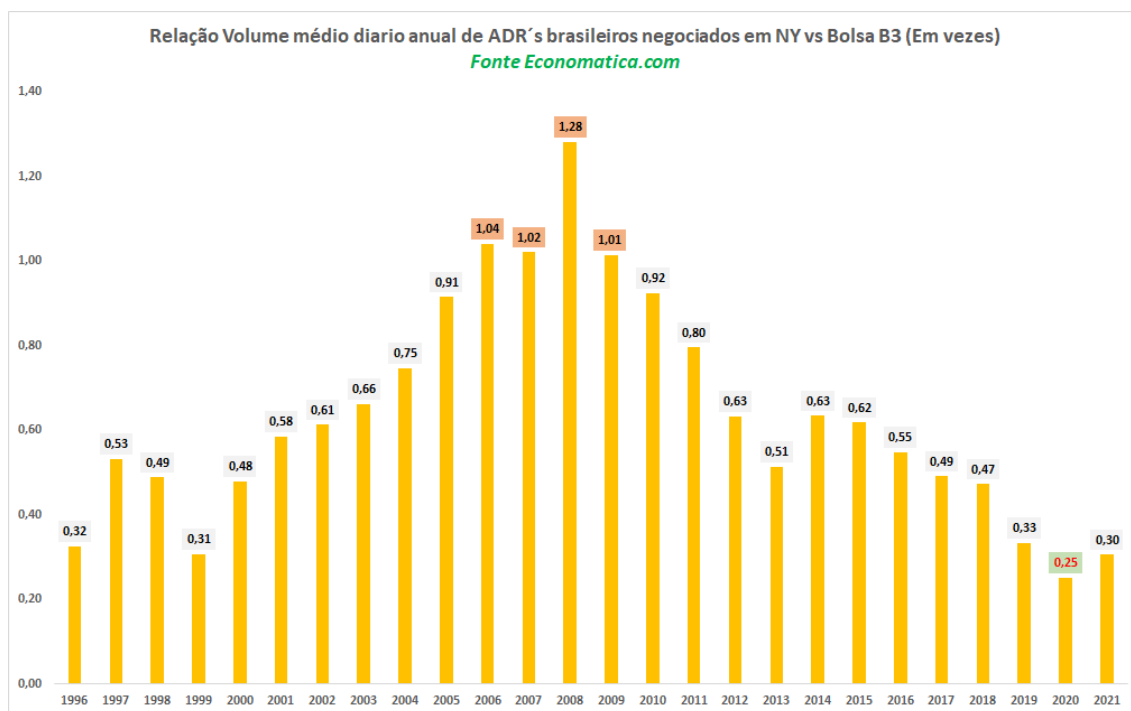
As hipóteses de Saudagaran (1987) foram replicadas, analisadas e confirmadas no contexto brasileiro. Como a principal forma de capitalização externa ocorria via ADRs,

era comum que este processo partisse de companhias já consolidadas no mercado doméstico, que buscavam ampliar seu *market share* por meio dos mercados internacionais:

As empresas brasileiras com elevada participação nas bolsas brasileiras podem ter recorrido às bolsas estrangeiras por terem atingido seus limites de captação de recursos no mercado local e por terem constatado que precisavam de outras fontes de capitalização. Pode indicar, também, que elas se sentiam suficientemente experientes e fortes no mercado local, o que as encorajou a listar em outros mercados (MEDEIROS e TIBÉRIO, 2009, p. 182)

A internacionalização das fontes de investimento continua ocorrendo, no entanto, o Nubank e outras companhias seguiram um outro procedimento para captação de recursos estrangeiros. A partir de 2009, a relação entre o volume médio diário anual de ADRs brasileiros negociados na NYSE e a bolsa brasileira vem diminuindo constantemente, conforme analisado no gráfico abaixo:

Gráfico 3 – Relação Volume médio diário anual de ADRs brasileiros negociados em NY vs Bolsa B3 (em vezes)



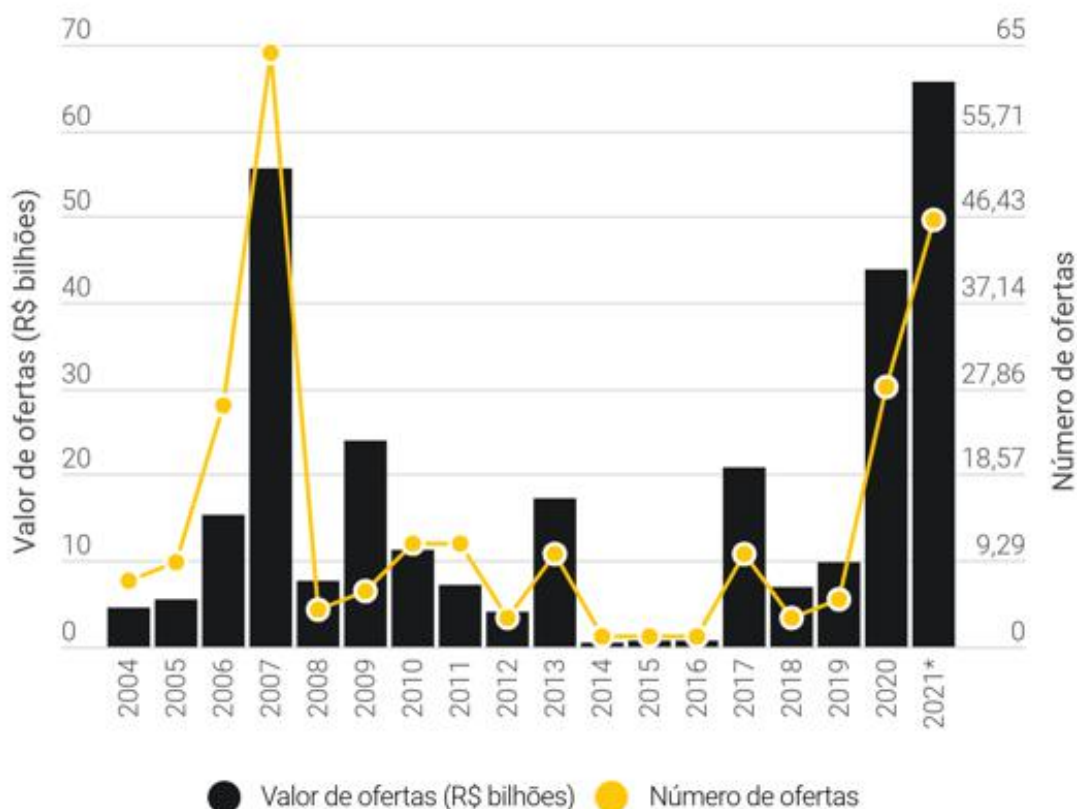
Fonte: Economática, 2021.

Se antes o padrão era emitir ações na bolsa brasileira e internacionalizar através de ADRs, hoje, algumas companhias estão emitindo ações no mercado estadunidense e concretizando a dupla listagem através da emissão de BDR no mercado interno.

Alguns fatores influenciaram o início e a expansão desse movimento: (i) fuga de Initial Public Offering (IPO), em português conhecida como oferta pública inicial, para as bolsas de valores norte-americanas; e (ii) flexibilização regulatória para emissão de BDR.

A fuga de IPOs, ao contrário do que se possa imaginar, não significa uma queda na quantidade de empresas abrindo capital na B3. Nos últimos anos, devido a queda da Taxa Selic, houve um aumento do número de empresas abrindo capital na bolsa de valores brasileira, conforme os dados do gráfico abaixo:

Gráfico 4 – Quantidade e valor de IPOs na B3



Fonte: B3, CVM, Bloomberg e XP Investimentos; XP Investimentos, 2022

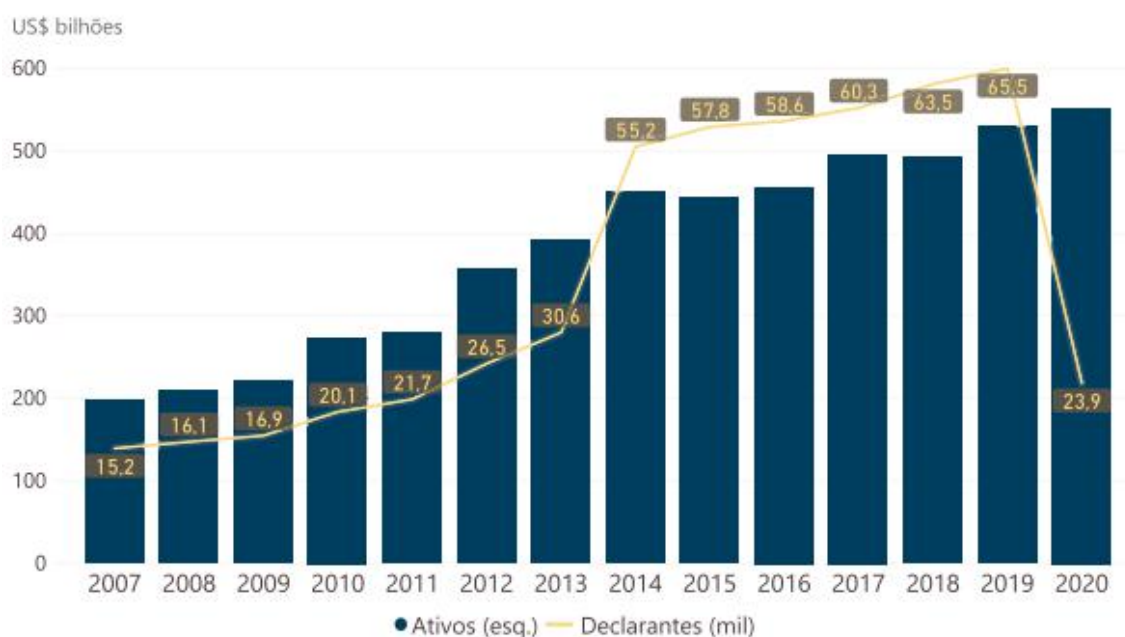
Fala-se em fuga de IPOs devido ao início e a expansão de duas operações que vem ocorrendo: (i) companhias com o principal mercado de atuação no Brasil, ao invés de abrirem capital na B3, estão listando suas ações diretamente nos EUA, como o Nubank; e (ii) companhias já listadas na bolsa de valores brasileira, migram sua base acionária

para uma sociedade estrangeira, com o objetivo de saírem da B3 e listarem suas ações no mercado norte-americano, como foi o caso do Banco Inter.

Esse movimento começou em 2017, quando a Netshoes abriu capital na NYSE. Em 2018, a PagSeguro e a Stone seguiram os mesmos passos. Todas essas operações pareciam pontuais até o final de 2019, quando a XP Inc realizou seu IPO na *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ), mais conhecida como a bolsa de valores tecnológica dos EUA.

O grupo XP foi um dos grandes responsáveis pelo aumento do número de investidores na bolsa de valores brasileira. Por isso, seu IPO na NASDAQ trouxe clareza sobre a nova onda de internacionalização de capital como tendência para os próximos anos. No entanto, foi com o sucesso do IPO do Nubank que este movimento expandiu, chegando a influenciar outras companhias a seguirem os mesmos passos, conforme será explicado no decorrer do capítulo.

Dados da Pesquisa de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE), realizada pelo Bacen, demonstram uma constante evolução da posição de ativos no exterior sob a titularidade de residentes nacionais, conforme tabela abaixo:

Gráfico 5 – Posição de ativos externos e número de declarantes (CBE anual)⁸

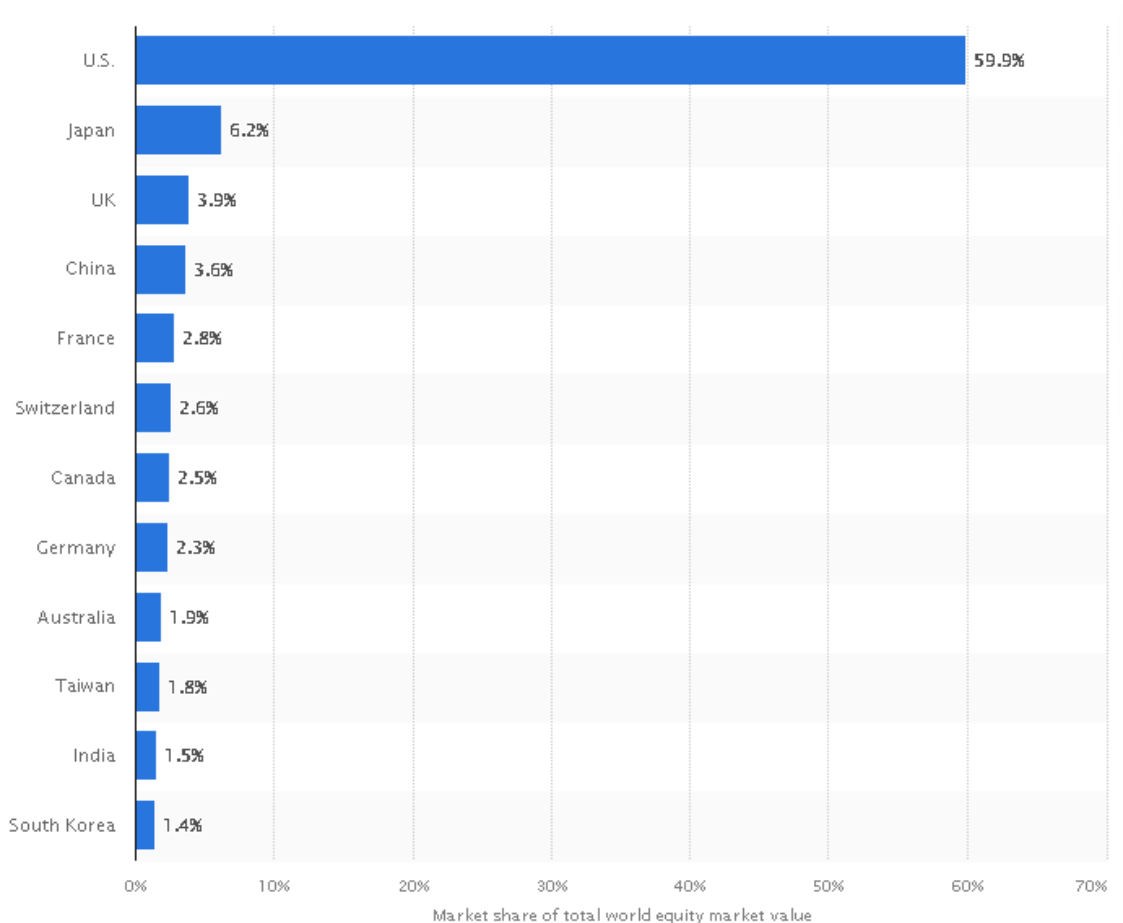
Fonte: CBE anual; Relatório de Investimento Direto (RID), 2021.

Note que, em 2020, mesmo com uma notória queda no número de declarantes, os ativos de pessoas jurídicas e físicas brasileiras no exterior ultrapassaram o valor de US\$558 bilhões. Os ativos analisados são variados, englobando investimentos em ações, imóveis e até moedas. Os dados demonstram uma clara internacionalização das fontes de investimentos, não só para as companhias, mas para as pessoas físicas também.

Ainda sobre a fuga de IPOs, outra determinante é o tamanho do mercado norte-americano. Segundo os dados de janeiro de 2022, os EUA dominam quase 60% do valor total dos mercados de ações mundiais:

⁸ O objetivo da pesquisa é calcular e analisar os estoques de ativos externos com titularidade de residentes no Brasil. Os dados são analisados com base na declaração CBE trimestral, que é obrigatória para as pessoas físicas e jurídicas com ativos no exterior que superaram US\$100 milhões.

Gráfico 6 – Participação no valor total do mercado de ações mundiais



Fonte: Credit Suisse; FTSE; MSCI e S&P Global; Statista, 2022.

O mercado de capitais estadunidense é, de fato, muito mais aquecido que o de outros países, fato que influenciou diretamente a listagem das ações do Nubank na NYSE. Não à toa que suas bolsas de valores possuem cerca de 6.000 empresas listadas, contra pouco mais de 400 na bolsa brasileira, de acordo com dados da Avenue (2021).

Além dos motivos já relatados, as diferenças regulatórias entre os dois países também influenciam a tomada de decisão para listagem de ações. Para que uma companhia abra capital na B3, suas ações poderão ser de dois tipos: ordinárias e/ou preferenciais. As ordinárias garantem direito de voto nas assembleias de acionistas, enquanto as preferenciais possibilitam um valor superior no recebimento de dividendos.

A B3 desenvolveu segmentos especiais para listagem de ações, com regras de governança corporativa que vão além das estabelecidas na Lei das sociedades por ações. De acordo com André Santa Cruz (2020), governança corporativa é um movimento que

possui como objetivo estabelecer e sistematizar padrões de gestão, os quais devem seguir os princípios da transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa

No ano 2000, foi criado o segmento chamado Novo Mercado, que exige padrões de governança mais elevados, com regras societárias rígidas, a fim de proteger os acionistas. De acordo com o Regulamento do Novo Mercado (2018), as companhias listadas nesse segmento deverão ter o capital social dividido apenas em ações ordinárias, ou seja, com direito a voto.

Devido ao incentivo da B3 e a preferência dos investidores, mais de 200 companhias fazem parte do Novo Mercado. Apesar dos benefícios aos investidores minoritários, essa dinâmica traz consequências negativas para certos negócios e, inclusive, para o próprio mercado nacional.

O art. 110, §2º, da Lei nº 6.404/1976, vedava a atribuição de voto plural a qualquer classe de ações. Segundo Sérgio Campinho, o objetivo possuía um “escopo de repelir a concentração da vontade social em um único acionista ou em um diminuto grupo de acionistas, em clara desproporção entre a ação e o capital” (CAMPINHO, 2018).

No entanto, essa regra de “*one share, onde vote*” cria entraves para que companhias recebam novos investimentos. Na prática, os fundadores estariam correndo um risco caso optassem pela venda de suas ações, pois estariam sujeitos a perda de controle da companhia. Com isso, os riscos podem influenciar os fundadores da companhia a buscarem outro país para efetivarem a abertura de capital.

Diversos ordenamentos jurídicos, seguindo a lógica competitiva de um mundo globalizado, flexibilizaram a regra, como é o caso da França, que nas palavras de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho:

A lei sobre sociedades comerciais de 1966 (hoje substituída pelo Código de Comércio francês), ao restabelecer as ações de voto plural, concebeu-as antes de tudo como um privilégio ligado à fidelidade do acionista à sua companhia. Assim, os estatutos só podem criá-las, com voto duplo, quando registradas em nome do mesmo acionista há pelo menos dois anos. Qualquer acionista que preencha o requisito legal adquire, pois, o privilégio, o que exclui a possibilidade dessa técnica ser utilizada como processo de concentração de poder (COMPARATO e FILHO, 2014).

Em uma tentativa de evitar a ida de mais companhias para as bolsas de valores estrangeiras e seguindo as estratégias de diferentes ordenamentos jurídicos, o Congresso Nacional aprovou a emenda n° 17, na Medida Provisória (MP) n° 1.040/2021, que passou a permitir a criação de classes de ações com voto plural, mas restringiu sua atribuição a apenas 10 votos por ação ordinária.

Conforme analisado por Marcelo Barbosa Sacramone (2022), apesar de serem permitidas em companhia aberta, a criação dessas classes de ações com voto plural deve ocorrer antes da negociação de qualquer valor mobiliário em mercados organizados. Por isso, apesar da MP ter sido convertida rapidamente na Lei n° 14.195/2021, a medida não afetou a nova dinâmica de dupla listagem.

Nos Estados Unidos, a U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), mais conhecida como a Comissão de Valores Mobiliários norte-americana, permite a emissão de diferentes classes de ações ordinárias. Isso possibilita uma maior quantidade de votos por ações, garantindo a disponibilização de uma maior fatia do capital social para investidores, sem apresentar riscos aos fundadores. Essa diferença será analisada no caso específico do Nubank no decorrer do capítulo.

O segundo fator de influência da dupla listagem, conforme dito anteriormente, trata-se da flexibilização regulatória para Programas de BDR, que pode ser considerada, também, como mais uma reação ao êxodo de IPOs.

Em 2020, a IN CVM n° 3 trouxe essa flexibilização para o cenário nacional, garantindo uma maior facilidade para o novo modelo de dupla listagem. As duas principais alterações foram: (i) possibilidade de emissão de BDR lastreado em ações emitidas por emissores com ativos ou receitas no Brasil; e (ii) permissão para que qualquer pessoa física possa investir em BDR.

O conjunto de todos os fatores analisados neste subcapítulo possibilitou que companhias com operações no Brasil passassem por uma reestruturação societária a fim de abrir capital no mercado de capitais estadunidense, transferindo sua sede para países

com leis societárias menos rígidas e, por fim, emitissem BDRs no Brasil para que investidores de varejo pudessem ter acesso, indireto, aos valores mobiliários da empresa.

Essas alterações fizeram com que a XP e a Stone, companhias que já tinham aberto capital nos EUA, também estivessem presentes no mercado de capitais brasileiro; bem como possibilitou a emissão do Programa de BDR do Nubank na B3 de forma concomitante ao seu IPO na NYSE.

3.2 Breve histórico do Grupo Nubank

A história do Grupo Nubank teve início em 2013, no Brasil. Em 2014, com o lançamento pioneiro de um cartão de crédito sem cobrança de anuidade, deram o primeiro passo para a revolução do cenário financeiro nacional, alcançando uma base com mais de 3 milhões de clientes.

A partir de 2017, começaram a lançar outros produtos e serviços, como a NuConta, uma conta de pagamento digital que possibilitou depósitos, transferências e pagamentos gratuitos, atrelada a um produto de poupança que garantia um rendimento de 100% da taxa de depósito interbancário brasileira (DI). Nesse período, a *fintech* alcançou mais de 6 milhões de clientes.

Em 2019, deram início a expansão para novos países, como México e Colômbia, garantindo um aumento expressivo de clientes, alcançando mais de 48,1 milhões de pessoas. Novos produtos foram lançados ao mercado, como: empréstimo pessoal, NuConta para pessoas jurídicas, corretagem de seguros e investimentos, seguro de vida, entre outros. Em 2021, após aquisição da corretora de investimentos EasyInvest, relançaram a plataforma sob o nome NuInvest (Nu Invest Corretora de Valores S.A.), fazendo com que a atuação do Grupo permeasse quase todo o cenário financeiro nacional.

Em 2022, o Nubank já conta com mais de 59 milhões de clientes totais, com seu maior mercado de atuação no Brasil, alcançando 33% de toda a população adulta do país, o que equivale a mais de 52,4 milhões de clientes, conforme divulgação dos Resultados Operacionais e Financeiros do 1º trimestre de 2022. Atualmente, o grupo é composto por 40 entidades, sendo 39 subsidiárias e 1 controladora. É importante ressaltar que, apesar

de ser comumente chamado de banco digital, nenhuma das subsidiárias possui autorização para atuar como banco, mas sim como Instituição de pagamento e financeira.

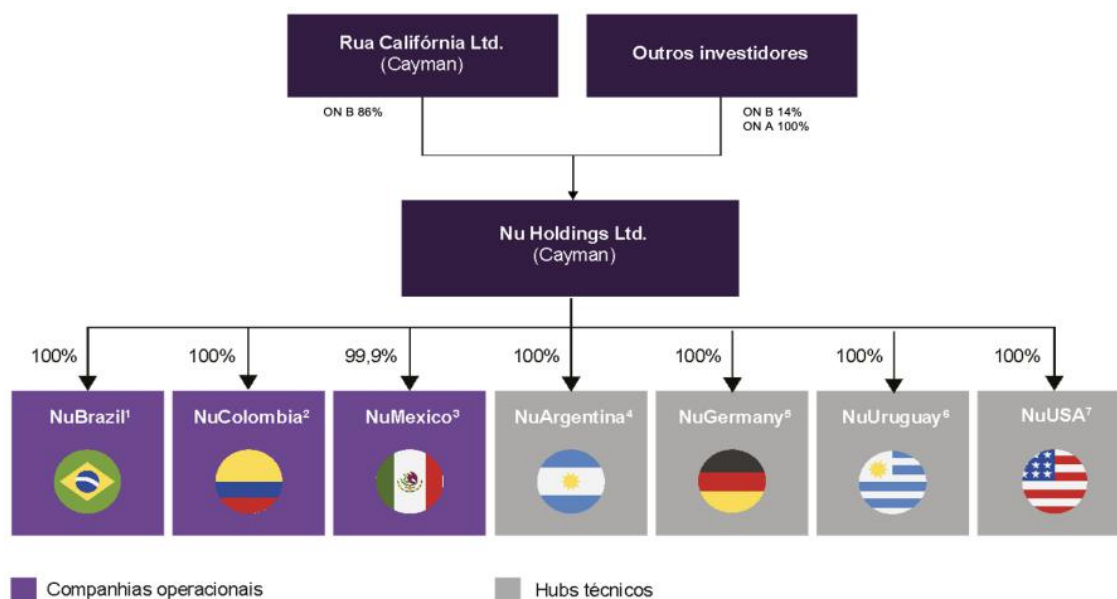
3.3 Listagem de ações e emissão de BDRs

O IPO do Nubank na NYSE ocorreu no final de 2021, e fez com que a companhia fosse avaliada em US\$41,7 bilhões, tornando-se a instituição financeira mais valiosa da América Latina. Diversos investidores relevantes, como a Berkshire Hathaway, tornaram-se acionistas do Grupo antes mesmo da oferta pública de ações, este fator, atrelado ao marketing, fez com que o movimento de listagem de ações via oferta global, de forma concomitante a emissão de BDR, fosse um sucesso.

De acordo com a pesquisa feita pela Pitchbook (2022), consultoria que fornece dados abrangentes sobre os mercados de capitais, após o grande sucesso do IPO do Nubank, ao menos 10 empresas nacionais estão analisando abrir capital nos EUA a partir de 2022, entre elas, estão marcas famosas, como a Loft, QuintoAndar, Loggi e MadeiraMadeira.

A companhia emissora das ações e Patrocinadora do Programa de BDR é a Nu Holdings Ltd., que, por ser a controladora do Grupo, detém 100% das ações de suas subsidiárias operacionais no Brasil e Colômbia, e 99,9%% no México. A atual estrutura acionária do Grupo pode ser observada no organograma abaixo:

Figura 5 - Organograma dos acionistas e do grupo econômico



Fonte: Formulário de Referência, 2022; Nu Holdings LTD, 2022.

O capital social da companhia em circulação é dividido em ações ordinárias Classe A e ações ordinárias Classe B. De acordo com o Anúncio de Encerramento da Oferta Pública divulgado pelo Nubank, na distribuição primária, o Grupo distribuiu um total de 308.618.123 ações ordinárias Classe A e 48.526.380 BDRs representativos de 8.087.730 novas ações ordinárias Classe A, ou seja, cada BDR equivale a 1/6 das ações.

A oferta pública de distribuição primária de BDRs seguiu o Programa Patrocinado Nível III. Todo o procedimento observou as regulações nacionais, mais especificamente a IN CVM n° 80, IN CVM n° 332 e a IN CVM n° 400.

A distribuição pública dos BDRs ocorreu por meio: (i) do Programa destinado aos clientes (NuSócios); e (ii) de uma oferta não institucional. Como os BDRs estão lastreados nas ações ordinárias Classe A da companhia, seus titulares terão direitos semelhantes aos dos acionistas. Porém, com restrições específicas, as quais aumentam o grau de risco no investimento, tornando os detentores do BDRs mais suscetíveis a influência dos outros *players* envolvidos.

Como o Programa BDR é Patrocinado de Nível III, a IN CVM n° 332, a IN CVM n° 80 e a IN CVM n° 400 estipulam algumas obrigações: (i) a distribuição dos valores mobiliários no exterior teve que ocorrer de forma concomitante a oferta pública de

distribuição de BDR; (ii) o Nubank, por ser caracterizado como emissor estrangeiro, teve que obter registro na CVM na categoria A; (iii) a instituição depositária teve que registrar o Programa de BDR na CVM; e (iv) registrar a oferta pública de distribuição primária.

3.4 Implicações jurídicas do caso Nubank

Conforme relatado no capítulo anterior, diversos *players* estão envolvidos no processo de emissão de um BDR, e a dinâmica entre eles varia em cada situação, o que traz características jurídicas específicas. De acordo com a Declaração da Companhia para fins do art. 56 da IN CVM nº 400, presente no Prospecto Definitivo, as principais figuras envolvidas são: (i) Nubank, como companhia emissora; (ii) NuInvest, como coordenador líder; (iii) Sr. Guilherme Marques do Lago, como representante legal; (iv) Banco Bradesco S.A., como instituição depositária e (v) The Bank of New York Mellon, como instituição custodiante.

De acordo com o Prospecto Definitivo e o Formulário de Referência (2022) do Nubank, os titulares de BDRs estão sujeitos a riscos adicionais quando comparados aos acionistas detentores de ações ordinárias Classe A.

Para a emissão dos BDRs, o Grupo precisou se adequar a três jurisdições: (i) local de listagem das ações (EUA); (ii) local de emissão de BDR (Brasil) e (iii) local onde a holding controladora foi constituída (Ilhas Cayman). Ao contrário do que se possa pensar, o investidor brasileiro detentor dos BDRs não está sujeito apenas a legislação brasileira, mas a todo o conjunto regulatório que se faz presente na dupla listagem.

Por ser uma sociedade de responsabilidade limitada, isenta, constituída nas Ilhas Cayman, o Grupo estará sujeito à Lei societária deste país e ao seu Memorando e Contrato Social. Os acionistas titulares de ações ordinária Classe A também terão seus direitos regulados pelas leis das Ilhas Cayman, bem como pela legislação norte-americana e regulamentos específicos da NYSE.

Já os detentores de BDRs, por terem seus direitos regidos pelo contrato de depósito, sob jurisdição brasileira, ainda sim estarão sujeitos a outras legislações, como: (i) das Ilhas Cayman, que regulam o Memorando e Contrato Social da Companhia; e (ii) dos

EUA, que regulam as ações ordinárias Classe A efetivamente listadas, as quais servem de lastro aos BDRs. Com isso, apesar do BDR ser um ativo nacional, os direitos de seus detentores deverão seguir padrões estabelecidos e regulados por outras jurisdições, aumentando o risco para os investidores.

3.4.1 Direitos políticos

O caso Nubank evidencia a importância da possibilidade de criação de classes de ações com voto plural sem restrições. Conforme dito anteriormente, no Brasil, cada ação pode garantir, no máximo, 10 votos.

De acordo com o Memorando e Contrato Social do Nubank, os direitos dos detentores das duas classes de ações da companhia são idênticos, exceto em relação ao voto. Cada ação ordinária Classe A garante um voto nas assembleias gerais da sociedade, enquanto cada ação ordinária Classe B garante o direito a 20 votos.

Os fundadores da companhia são detentores exclusivos das ações ordinárias Classe B, que representam 87% do poder de voto do capital social emitido. Isso possibilitou a circulação de 76% do total de ações da companhia sem risco dos fundadores perderem o controle da companhia.

O acionista majoritário do Grupo é a Rua Califórnia Ltd., controlada pelo fundador e Chief Executive Officer (CEO) do Nubank, David Vélez, detentor de 86,2% das Ações Ordinárias Classe B, o que representa 21,4% do capital social total da companhia e 74,9% do poder de voto do capital social emitido, com isso, é capaz de controlar as decisões do Grupo.

Nesse sentido, cada BDR irá conferir ao seu titular os benefícios de forma proporcional ao percentual representativo da ação ordinária Classe A. Por não serem acionistas, a manifestação de voto deve ser realizada através da instituição depositária, que receberá a convocação da assembleia e deverá divulgar aos titulares de BDR para que possam se manifestar. Além disso, há o risco adicional da possibilidade de não serem informados sobre a assembleia em tempo hábil para apresentação de voto.

O caminho para o efetivo voto dos detentores deve passar por 3 etapas: o Nubank deverá informar o Bradesco sobre a assembleia, o qual comunicará os titulares de BDR para enviarem uma manifestação de voto em até 5 dias úteis antes da assembleia, assim, o depositário deverá repassar as instruções de voto para o The Bank of New York Mellon, que irá efetivamente votar.

3.4.2 Direitos econômicos

De acordo com o art. 202, §2º, da Lei das sociedades por ações, a distribuição de dividendos é obrigatória e será definida pelo estatuto social. No caso de omissão, o valor não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado, isto é, após destinação de 5% dos lucros para a reserva legal, salvo exceções legais.

Como o Grupo segue o disposto em seu Memorando e Contrato Social, que é regido pelas leis societárias das Ilhas Cayman (*Cayman Companies Act*), não há obrigatoriedade de pagamentos de dividendo mínimo. Com isso, o lucro líquido será usado por livre critério do conselho de administração da companhia, podendo, inclusive, aprovar a distribuição a título de dividendos.

Caso o conselho opte pela distribuição de dividendos para os acionistas das ações ordinárias Classe A, os titulares do BDR receberão esses valores de modo proporcional, via instituição depositária. Nesse caso, estarão sujeitos às taxas devidas à instituição depositária e custodiante, aos tributos e a conversão cambial.

3.4.3 contrato de depósito e contrato de custódia

O contrato de depósito firmado entre o Nubank e o Banco Bradesco S.A. garante certa autonomia para o depositário. Esse é um dos motivos da jurisdição brasileira ser a responsável por reger a relação dos detentores com a instituição depositária. A título de exemplo, no caso de outras distribuições que não sejam via dividendos, o depositário deverá distribuir os valores na proporção do número de BDRs detidos por cada titular. Mas, caso julgue que a distribuição não possa ser executada de forma proporcional, terá a liberdade em optar por um método diverso escolhido a seu critério.

Os contratos de depósito e de custódia criam uma série de obrigações para os principais *players*. Conforme disposto no Anexo I do Prospecto Definitivo, o contrato de depósito dispõe que, o Nubank, como contratante, deverá (i) manter o Bradesco sempre informado das deliberações, eventos corporativos e assembleias do Grupo; (ii) enviar ao The Bank of New York Mellon todos os recursos devidos ao depositário na forma de dividendos, bonificações e outras distribuições que dizem respeito aos BDRs

O Bradesco, por outro lado, terá deveres perante o Nubank, a CVM, os detentores dos BDRs e o custodiante. Com isso, deverá (i) manter atualizado o registro do Programa de BDRs, apresentando todas as informações e documentos requeridos pela CVM, conforme a IN CVM nº 332, auxiliando a autarquia na obtenção de informações regulatórias das Ilhas Cayman; (ii) manter o registro das transferências do título; (iii) seguir o lastro em ações para a emissão dos BDRs, responsabilizando no caso de deterioração dos direitos inerentes a eles; entre outros.

Assim, percebe-se que a companhia não estará sujeita às regras da Lei das sociedades por ações do Brasil, mas sim da legislação societária das Ilhas Cayman, o que influenciará diretamente a relação entre os outros *players*.

Em resumo, a instituição depositária será a responsável por exercer os direitos dos titulares de BDR mediante o contrato de depósito, que, por sua vez, o fará por intermédio da instituição custodiante, através do contrato de custódia. Por fim, como o Nubank mantém registro perante a CVM, também terá o dever de divulgar informações, conforme previsto na IN CVM 331 e IN CVM 80.

CONCLUSÃO

A evolução do mercado de capitais brasileiro foi influenciada diretamente pela história econômica do país. A taxa básica de juros elevada foi uma constante do último século no Brasil, conforme demonstram os dados históricos do Bacen (2022). Este cenário criou um ambiente institucional propício para o financiamento da DPV, o que impediu a expansão do mercado de capitais no período.

A queda da taxa de juros ao longo dos anos 2000 foi um dos fatores que garantiu o aquecimento do mercado de capitais nacional. Este cenário ficou mais claro em 2020, quando a Taxa Selic atingiu 2% ao ano, sua mínima histórica, momento em que a bolsa de valores brasileira teve um aumento expressivo no número de investidores. Essa expansão foi acompanhada por uma sofisticação regulatória. Em 2020, a IN CVM nº 3, garantiu acesso aos BDRs para os investidores pessoa física e permitiu que companhias com ativos no Brasil pudessem Patrocinar Programas de BDR na bolsa de valores. Nesse sentido, o presente trabalho apresentou algumas conclusões, que serão abordadas a seguir.

A CVM poderá exercer o acompanhamento da disponibilização de informações por parte do emissor estrangeiro, no entanto, seu poder fiscalizatório será mitigado, até mesmo diante das companhias que possuem registro perante a autarquia, pois toda sua estruturação segue as leis societárias do país de origem.

Já em relação ao processo de dupla listagem via BDR, concluiu-se que as causas influenciadoras são: (i) êxodo de IPOs da bolsa de valores nacional; e (ii) flexibilização regulatória por meio da IN CVM nº3/2020. Nota-se no Capítulo III que não foi apenas o tamanho do mercado estadunidense que influenciou a fuga de IPOs, mas, também, a regra da *one share one vote* no Brasil, o que tornava o mercado de ações norte-americano ainda mais atrativo, devido a possibilidade de criação de classes de ações com voto plural, o que diminui o risco da perda de controle da companhia por parte dos fundadores. Apesar da legislação brasileira, atualmente, permitir a criação de voto plural, suas restrições práticas não influenciaram o processo de dupla listagem.

No que se refere aos detentores de BDR, apesar de possuírem direitos semelhantes aos de acionistas, estarão sujeitos a diferentes jurisdições e regulações. Com isso, seus

direitos serão definidos pelo: (i) ato constitutivo do emissor estrangeiro, que é regido de acordo com as leis societárias do seu país de constituição; (ii) contrato de depósito, com jurisdição nacional; (iii) contrato de custódia; e (iv) regulação do mercado de capitais onde os títulos que servem lastro estão listados.

Assim, as especificidades do exercício dos direitos econômicos e políticos dos titulares de BDR dependerá do caso concreto, pois irá variar de acordo com as jurisdições. Caso o direito de voto esteja previsto no contrato de depósito, a companhia estrangeira comunicará a instituição depositária da realização de assembleia, com isso, o depositário solicitará uma manifestação de voto por parte dos detentores de BDR e, posteriormente, irá repassar as instruções de voto para a instituição custodiante, a qual efetivamente exercerá o direito na assembleia.

Em relação ao recebimento de dividendos, estarão sujeitos aos atos constitutivos do emissor estrangeiro e, por consequência, a legislação societária do país de constituição. No caso Nubank, conforme analisado, a *Cayman Companies Act* não prevê a obrigatoriedade de distribuição de dividendos, ficando a cargo do conselho de administração. Caso o órgão delibere a favor do pagamento, os titulares do BDR dependerão do repasse do valor para a instituição custodiante, a qual repassará para a instituição depositária que, por sua vez, será a responsável pela distribuição aos detentores do ativo brasileiro.

Com um crescimento de 994%, entre 2020 e 2021, após a flexibilização regulatória, o tema se faz cada vez mais presente no dia a dia dos investidores. Nesse sentido, sua importância foi consolidada no mercado nacional. Apesar da relevância jurídica do tema, a literatura acadêmica está concentrada em outras áreas do conhecimento, como economia e contabilidade. Devido a restrição bibliográfica, o presente trabalho não tem como objetivo exaurir o tema, mas criar um ponto de partida, para que análises ainda mais profundas possam ser desenvolvidas.

REFERÊNCIAS

A descoberta da Bolsa pelo investidor brasileiro. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20PF_Apresentacao_final_11_12_20_.pdf. Acesso em: 07 maio 2022.

ANÚNCIO de encerramento da oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias classe a, inclusive sob a forma de certificados de depósito de ações, de emissão da Nu Holdings LTD. **Nu Holdings LTD**. Disponível em: https://www.morganstanley.com.br/prospectos/Anuncio_de_Encerramento-Projeto-Meteor.pdf. Acesso em: 15 maio 2022.

BACHA, Obiyathulla Ismath; IBRAHIM, Norhazlina; IBRAHIM, Mansor. International Financial Integration through Depositary Receipts (DRs). **Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies**, v. 6, n. 1, 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Investimento Direto 2021**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioid>. Acesso em: 12 maio 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução n. 1289, de 20 de março de 1987**. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1987/pdf/res_1289_v9_P.pdf. Acesso em: 10 maio 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução n. 1848, de 31 de julho de 1991**. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/44287/Res_1848_v2_L.pdf. Acesso em: 10 maio 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução n. 2318, de 26 de setembro de 1996**. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1996/pdf/res_2318_v1_o.pdf. Acesso em: 10 maio 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução n. 4373, de 29 de setembro de 2014**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48650/Res_4373_v1_O.pdf. Acesso em: 10 maio 2022.

BRASIL. **Emenda Constitucional n. 95, de 15 de dezembro de 2016**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc95.htm. Acesso em: 03 maio 2022.

BRASIL. **Lei n. 14.195, de 26 de agosto de 2021**. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-14.195-de-26-de-agosto-de-2021-341049135>. Acesso em: 12 maio 2022.

BRASIL. **Lei n. 4595, de 31 de dezembro de 1964**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 12 maio 2022.

BRASIL. **Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 12 maio 2022.

BRASIL. **Medida Provisória n. 1040, de 2021.** Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/medida-provisoria-n-1.040-de-29-de-marco-de-2021-311282231>. Acesso em: 12 maio 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. **Waldery Rodrigues apresenta orçamento para 2020 e diz que governo reduzirá despesas obrigatórias.** Disponível em: https://www.gov.br/economia/acl_users/credentials_cookie_auth/require_login?came_from=https%3A//www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2019/08/waldery-rodrigues-apresenta-orcamento-para-2020-e-diz-que-governo-reduzira-despesas-obrigatorias. Acesso em: 12 maio 2022.

BRASIL. Portal da Transparência. **Orçamento 2021.** Disponível em: <https://www.portaltransparencia.gov.br/orcamento?ano=2021>. Acesso em: 12 maio 2022.

BRASIL. **Projeto de Lei Orçamentária Anual para 2020.** Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/orcamento-da-uniao/leis-orcamentarias/loa/2020/tramitacao/proposta-do-poder-executivo>. Acesso em: 03 maio 2022.

BRASIL. Tesouro Nacional. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal.** Janeiro de 2021. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2021/114>. Acesso em: 03 maio 2022.

BRASIL. Tesouro Nacional. **Relatório Mensal da Dívida Pública Federal.** Março de 2022. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida-rmd/2022/3>. Acesso em: 03 maio 2022.

BRASIL. Tesouro Nacional. **Resultado do Tesouro Nacional.** Setembro de 2020. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/estatisticas-fiscais-e-planejamento/resultado-do-tesouro-nacional-rtn-conteudos-relacionados>. Acesso em: 03 maio 2022.

BRAZILIAN Depository Receipt. BDR Patrocinado. **B3.** Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/brazilian-depository-receipts-bdrs-patrocinados-niveis-i-ii-e-iii.htm. Acesso em: 02 maio 2022.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial: sociedade anônima.** 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

CAYMAN ISLANDS. **Companies Act. Supplement n. 8.** Published with Legislation Gazette No. 4 of 12th January, 2021. Disponível em: https://www.cima.ky/upimages/lawsregulations/CompaniesAct2021Revision_1611083022.PDF. Acesso em: 15 maio 2022.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial.** Direito de Empresa. Vol. 2. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Caderno CVM n. 14 BDR**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>. Acesso em: 12 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Extrato da Sessão De Julgamento Do Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2016/7352**. Disponível em: https://www.in.gov.br/materia/-/asset_publisher/Kujrw0TZC2Mb/content/id/6837608/do1-2018-03-16-extrato-da-sessao-de-julgamento-do-processo-administrativo-sancionador-cvm-n-rj2016-7352-6837604. Acesso em: 03 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Extrato de Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2015/10545 (19957.003029/2015-67)**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201510545_COMPLETO.pdf. Acesso em: 03 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n. 461, de 23 de outubro de 2007**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html#:~:text=Disciplina%20os%20mercados%20regulamentados%20de,e%20mercados%20de%20balc%C3%A3o%20organizado..> Acesso em: 12 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa CVM n. 03, de 11 de agosto de 2020**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol003.pdf>. Acesso em: 12 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa CVM n. 255, de 31 de outubro de 1996**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst255consolid.pdf>. Acesso em: 12 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa CVM n. 332, de 07 de abril de 2000**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst332.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20emiss%C3%A3o%20e,Revoga%20a%20Instru%C3%A7%C3%A3o%20321%2F99..> Acesso em: 12 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa CVM n. 480, de 07 de dezembro de 2009**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 12 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa CVM n. 554, de 17 de dezembro de 2014**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>. Acesso em: 12 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa CVM n. 80, de 29 de março de 2022.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol080.pdf>. Acesso em: 12 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício Circular Anual 2022. CVM-SEP.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-anual-sep-2022.html>. Acesso em: 03 maio 2022

COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima.** 6. ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.

COUNTRIES with largest stock markets globally 2022. **Statista.** Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/710680/global-stock-markets-by-country/>. Acesso em: 17 maio 2022.

DÉCIMA segunda alteração e consolidação ao memorando de constituição e contrato social Nu Holdings LTD. **Nubank.** Disponível em: <https://blog.nubank.com.br/wp-content/uploads/2021/10/Prospecto-Nu.pdf>. Acesso em: 15 maio 2022.

DIVULGAÇÃO de Resultados Financeiros Nu Holdings LTD. **Nubank.** Disponível em: <https://blog.nubank.com.br/resultados-financeiros-1o-tri-2022/>. Acesso em: 15 maio 2022.

DOLINGER, Jacob. **Direito Internacional Privado.** Parte Geral. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

ECONOMIA. Roda Viva, São Paulo: TV Cultura, 14 de junho de 1999. Programa de TV.

FAMÁ, Rubens; RIBEIRO NETO, Ramon Martinez. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o novo mercado. **Revista de Administração,** São Paulo, v. 37, n. 1, p. 29-38, jan./mar. 2022.

FERREIRA, Fernando; LI, Jennie; NOSSIG, Rebeca. IPOs: Recorde de ofertas em 2021, mas desempenho foi fraco até agora. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/ipos-recorde-de-ofertas-em-2021-mas-desempenho-foi-fraco-ate-agora/>. Acesso em: 12 maio 2022.

FILHO, Ary Oswaldo Mattos. **Direito dos Valores Mobiliários.** 1. ed. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

FORMULÁRIO de referência 2022. **Nu Holdings LTD.** Disponível em: https://www.morganstanley.com.br/prospectos/Meteor_Aviso_ao_Mercado_v3.pdf. Acesso em: 12 maio 2022.

FRANCO, Gustavo. Por que juros tão altos, e o caminho para a normalidade. Disponível http://www.gustavofranco.com.br/uploads/files/Juros%20-%20CLP%20Casa%20do%20Saber_draft.pdf. Acesso em: 03 maio 2022.

GANDE, Amar. American Depositary Receipts: overview and literature survey. **Financial Markets, Institutions & Instruments,** v. 6, n. 5, dez. 1997.

GUIA por dentro da B3. **Brasil, Bolsa, Balcão**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8AE490CA7DB66DB8017DC9C044BB5C58>. Acesso em: 12 maio 2022.

LEVY, Haim. & SARNAT, Marshall. International diversification of investment portfolios. **American Economic Review**, v. 60, n. 4, p.668-675, 1970.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro; TIBÉRIO, Carmen Sylvia Borges. Fatores que influenciam as empresas brasileiras na decisão de listar suas ações em bolsas de valores estrangeiras. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 6, n. 2, p. 169-184, maio/ago. 2009.

NÚMERO de famílias com contas atrasadas é o maior em 12 anos. **Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor**. Disponível em: <https://portal-bucket.azureedge.net/wp-content/2022/03/8b2b15559da23f26f4dcf0ab4f628ff0.pdf>. Acesso em 05 maio 2022.

OBJECTIVES and Principles of Securities Regulation. **IOSCO**. Disponível em: https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=19&subSection1=principles. Acesso em: 03 maio 2022.

PEREIRA, João Márcio Mendes. Continuidade, Ruptura ou Reciclagem? Uma Análise do Programa Político do Banco Mundial após o Consenso de Washington. **Revista de Ciências Sociais**, Rio de Janeiro, v. 58, n. 2, p. 461 a 498, 2015.

PESSOAS físicas. Uma análise da evolução dos investidores na B3. **B3**. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/E6/75/BC/90/36ECA71068C61CA7AC094EA8/Estudo_PF-final%20_mai.20_.pdf. Acesso em: 07 maio 2022.

PROSPECTO definitivo da oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias classe a, inclusive sob a forma de certificados de depósito de ações, de emissão da Nu Holdings LTD. **Nubank**. Disponível em: <https://blog.nubank.com.br/wp-content/uploads/2021/12/Prospecto9122021.pdf>. Acesso em: 12 maio 2022.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito Empresarial**. Volume Único. 10. ed. São Paulo: Método, 2020.

REGULAMENTO do Novo Mercado. **B3**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20%28Sancoes%20pecuniarias%202019%29.pdf>. Acesso em: 12 maio 2022.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Manual de Direito Empresarial**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2022.

SALLA, Ricardo. BDRs – Brazilian Depositary Receipts – legislação e jurisdição. **Revista de Direito Bancário e de Mercado de Capitais**, v. 57, p. 119, jul. 2012.

SAUDAGARAN, Shahrokh. Na empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges. **Journal of International Business Studies**, fev. 1988.

SUKUMARAN, Aswini; GUPTA, Rakesh; JITHENDRANATHAN, Thadavilil. Looking at new markets for international diversification: frontier market. **International Journal of Managerial Finance**, v. 11, n. 1, p. 97-116, 2015.

THORNE, James. **Meet Latin America's IPO candidates**. Disponível em: <https://pitchbook.com/news/articles/latin-america-ipo-candidates-vc-2022>. Acesso em: 12 maio 2022.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial**. Teoria Geral e Direito Societário. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

VOLUME médio diário de ADR's brasileiros negociados no USA tem crescimento de 40% em 2021 com relação a 2020. Mercado à vista da B3 cresce 20% no mesmo período. **Economática**. Disponível em: <https://insight.economatica.com/volume-medio-diario-de-adrs-brasileiros-negociados-no-usa-tem-crescimento-de-40-em-2021-com-relacao-a-2020-mercado-a-vista-da-b3-cresce-20-no-mesmo-periodo/>. Acesso em: 17 maio 2022.