

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA
CENTRO DE FORMAÇÃO ACADÊMICA E PESQUISA
CURSO DE MESTRADO EXECUTIVO**

**GESTÃO DO PROCESSO DE EMISSÃO DE
*AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS - ADR***

DISSERTAÇÃO APRESENTADA À ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO
PÚBLICA PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE

JOSÉ ANTONIO STARK FERREIRA

Rio de Janeiro - 2001

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA
CENTRO DE FORMAÇÃO ACADÊMICA E PESQUISA
CURSO DE MESTRADO EXECUTIVO

TÍTULO

GESTÃO DO PROCESSO DE EMISSÃO DE *AMERICA DEPOSITARY*
RECEIPTS - ADR

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO APRESENTADA POR:

JOSÉ ANTONIO STARK FERREIRA

E

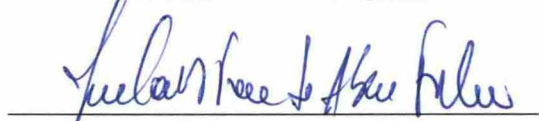
APROVADO EM 29/03/2002

PELA COMISSÃO EXAMINADORA



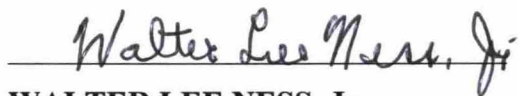
ISTVAN KAROLY KASZNAR

Ph.D EM BUSINESS ADMINISTRATION



JOSE CARLOS FRANCO DE ABREU FILHO

DOUTOR EM ENGENHARIA DA PRODUÇÃO



WALTER LEE NESS, Jr.

Ph.D EM ADMINISTRAÇÃO

SUMÁRIO

	<u>Página</u>
Apresentação	01
Introdução	02
Capítulo 1 – Do Problema	
1.1. Contextualização do problema	04
1.2. Formulação do problema	05
1.3. Objetivos	05
1.3.1. Objetivo principal	05
1.3.2. Objetivos secundários	06
1.4. Hipótese ou suposição	06
1.5. Delimitação do estudo	06
1.6. Relevância do estudo	07
Capítulo 2 – Referencial Teórico	
2.1. Mercado financeiro norte-americano	09
2.1.1. Captação de recursos no mercado norte-americano	10
2.1.2. Normatização	14
2.1.3. Responsabilidades e obrigações	25
2.2. Mercado de <i>American Depositary Receipts</i> – ADRs	31
2.2.1. Nível I - <i>Sponsored</i> ADR	57
2.2.2. Nível II – <i>Listed</i> ADR	61
2.2.3. Nível III	65
2.2.4. Ofertas registradas de <i>Yankee Bonds</i>	72
2.2.5. <i>Euro Denominated Depositary Receipts</i> – EDRs	74
2.2.6. <i>American Depositary Receipts</i> – ADRs: tendências de mercado	77
2.2.7. Programas financeiros (<i>High Yield Program</i>)	85
2.2.8. Investimentos no mercado financeiro	103
Capítulo 3 – Metodologia	
3.1. Tipo de pesquisa	112
3.2. População e amostra	112
3.3. Seleção dos sujeitos	113
3.4. Coleta de dados	113
3.5. Tratamento de dados	113
3.6. Limitações do método	114
Capítulo 4 – Aplicação e Resultados	
4.1. Modelo de instrumento de alavancagem financeira e de captação de recursos com redução de custo financeiro	116
4.2. Desenvolvimento e aplicação do modelo	120
Conclusões	125
Bibliografia	138
Anexos	
I. Média dos custos de emissão de papéis no mercado norte-americano, como percentagem do processo de IPOs	141
II. Taxa Anual de Retorno de <i>High Yield Bonds</i>	142
III. Listagem das empresas brasileiras com programas de <i>Depositary Receipts</i> – DR negociados no mercado norte-americano	143
IV. Glossário de termos utilizados	148

APRESENTAÇÃO

O trabalho apresentado nesta dissertação, versa sobre a Gestão do Processo de Emissão *American Depositary Receipts* – ADRs, que reputo como de grande importância e utilidade para a administração moderna de uma sociedade.

Para a execução desta empreitada foram despendidas horas de pesquisas e de estudos, desenvolvidos na EBAP – Escola Brasileira de Administração Pública, bem como a pronta colaboração dos funcionários da Biblioteca Central da Fundação Getúlio Vargas.

Não há como deixar de reconhecer a paciência de meu orientador, o Professor Istvan Karoly Kasznar - PhD, na indicação do caminho a ser trilhado e no esclarecimento de conceitos, sempre pronto a discussão do tema aqui aplicado.

Fundamental também foram as contribuições dos Professores Doutor José Carlos Franco Abreu e Walter Lee Ness - PhD. O primeiro, ministrando conceitos fundamentais em três disciplinas eletivas de finanças, cujos pilares encontram-se mencionados em alguns capítulos desenvolvidos nesta dissertação. O segundo, apresentando os fundamentos do mundo das finanças no curso de pós-graduação em finanças da Pontifícia Universidade Católica há cerca de vinte anos atrás.

Desta forma, ressalto que a banca por mim escolhida, teve como critério a presença de professores com formação acadêmica reconhecida e renomada, e, sobre tudo, de profissionais com expressiva experiência, capazes de me proporcionar à orientação necessária ao desenvolvimento deste trabalho.

No que tange a minha pessoa, sou um profissional com vinte anos de experiência na área financeira, tendo ocupado cargos de gerência e atualmente como consultor de empresas com expressiva atuação no mercado nacional e internacional, onde tenho realizado, com grande sucesso, a conjugação da sólida formação acadêmica com a experiência profissional obtida.

Por fim, gostaria de expressar meu agradecimento público a minha esposa, Georgiana, que me incentivou na conclusão deste trabalho e que soube compreender a dedicação nele empreendida.

INTRODUÇÃO

O propósito deste trabalho consiste em demonstrar as vantagens e as formas de alavancagem financeira de empresas brasileiras através da emissão de *American Depositary Receipts* – ADR pela Regra 144A do *The Securities Act of 1933*, bem como sua interação com Programas Financeiros (*High Yield Programs*) e com fundos de *Private Equity*.

Esta dissertação está dividida nos seguintes tópicos :

1. Mercado financeiro norte-americano;
2. Mercado de *American Depositary Receipts* – ADRs;
3. Modelo de captação de recursos com redução de encargos financeiros.

No **primeiro tópico** (item 2.1) é apresentada uma visão geral do mercado financeiro norte-americano, onde serão abordados os seguintes aspectos:

- ✓ A captação de recursos envolvendo operações de IPO (*Initial Public Offering*), bem como seus principais custos para captação de recursos;
- ✓ As características das principais normas que regulam esse mercado, sua estrutura básica e normas proibitivas de operações financeiras;
- ✓ Normatização do mercado norte-americano, contemplando pedidos de registros e os principais formulários exigidos pela SEC norte-americana;
- ✓ Obrigatoriedade de registro de operações junto a SEC e processos de auditoria legal para verificação do cumprimento das normas estabelecidas.

No **segundo tópico** (item 2.2) é feita uma exposição sobre o mercado de *American Depositary Receipts* - ADRs, caracterizando:

- ✓ Conceitos que fundamentam o mercado de ações dos EUA;
- ✓ As opções para uma empresa estrangeira acessar o mercado de ações dos EUA;
- ✓ Os principais tipos e operações com ADRs (ofertas públicas e privadas e operações denominadas PORTAL);
- ✓ Os mercados denominados *sponsored* e *unsponsored*, negociações e mercados especiais de ADRs (*Yankee Bonds* e *Euro Denominated Depositary Receipts*);
- ✓ Programas financeiros: visão geral do denominado *High Yield Debt Market*, possibilidade de obtenção de rendimentos em programas de *High Yield Funds*;

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

- ✓ Outros investimentos no mercado financeiro, enfocando a fronteira da eficiência, risco e retorno de investimento estrangeiro, a listagem internacional de ações, bem como uma visão do mercado financeiro internacional.

No **terceiro tópico** (itens 4.1 e 4.2) será apresentado o Modelo de Captação de Recursos com redução de encargos financeiros, através da utilização da Regra 144A, destacando os seguintes aspectos:

- ✓ Será demonstrado os custos de captação, líquidos da aplicação dos recursos em programas financeiros;
- ✓ Serão mencionadas as empresas brasileiras que aumentaram capital através da emissão de ADRs, no período de 1992 a 2001, estratificando por tipo de operação;
- ✓ Serão apresentadas as vantagens e restrições de aplicação do modelo;
- ✓ Será feita uma análise comparativa da rentabilidade dos principais fundos de *High Yield Bonds* dos EUA com os índices de valorização do mercado financeiro norte-americano.

Termos-chave : ADR, mercado financeiro, *depository receipts*, alavancagem financeira

CAPÍTULO 1 - PROBLEMA

1.1. Contextualização do problema

Conforme relatório do mês de agosto/2000 divulgado pelo Banco Central do Brasil (site <http://www.bcb.gov.br>), os investimentos estrangeiros diretos líquidos somaram US\$ 2,4 bilhões, dos quais US\$ 1,1 bilhão relativos à terceira parcela da privatização da Telebras.

Os ingressos autônomos alcançaram US\$ 2,4 bilhões, mantendo-se em patamar superior ao do ano passado. Registrou-se a saída de US\$ 1,1 bilhão, correspondente à diminuição de participações de companhias não residentes em empresas brasileiras.

No mesmo relatório é destacado que os investimentos estrangeiros em carteira registraram ingressos líquidos de US\$ 1,2 bilhão. Os ingressos de recursos concentraram-se em ADR (*American Depositary Receipts*) emitidos pela Petrobras, que somaram US\$ 2,6 bilhões. Esses investimentos foram parcialmente contrabalançados pelos resgates líquidos de investimentos regidos pelos anexos I a IV, US\$ 829 milhões, e pela Resolução nº 2.689, US\$ 763 milhões. Quanto aos investimentos brasileiros no exterior, cabe mencionar o retorno de investimentos brasileiros em carteira, concentrados em ações de companhias estrangeiras negociadas sob a forma de BDR (*Brazilian Depositary Receipts*). Dos US\$ 1,4 bilhão de retorno de investimentos brasileiros no exterior, US\$ 804 milhões resultaram da venda de BDRs a investidores estrangeiros, que liquidaram a operação utilizando-se de aplicações no país ao amparo da Resolução nº 2.689.

Relativamente ao endividamento do setor privado, o mesmo relatório citado aponta que houve uma redução em US\$ 1,1 bilhão, com destaque para a dívida com fornecedores, o que reflete o menor volume de financiamentos de importações no longo prazo. Nas demais modalidades, o setor privado mantém os saldos estáveis, indicando que os compromissos estão sendo renovados.

Com a internacionalização dos mercados surgiram fontes alternativas de capital de risco para empresas do setor privado através de investidores de fundos de investimentos fechados (*Private Equity*), e programas de aplicações financeiras (*high yield program*). Estes instrumentos financeiros têm como característica principal a possibilidade de alavancar operações financeiras às empresas, suprimindo suas necessidades de financiamento para projetos, com redução dos custos de captação.

O Brasil tem enfrentado problemas para promover o desenvolvimento econômico causado principalmente por problemas como altas taxas de juros, redução na taxa de crescimento da economia, volatilidade dos mercados, crise política, atraso das reformas, influência de acontecimentos externos (por exemplo, desequilíbrio na balança comercial decorrente do aumento do preço do barril de petróleo), aumento dos juros norte-americanos, dentre outras.

Dentro deste contexto, o modelo objeto de estudo nesta dissertação é uma alternativa bastante viável para impulsionar o incipiente mercado de capitais brasileiro, onde o volume financeiro concentra-se em poucas empresas. Além disso, a democratização do capital da empresa nacional, com o cumprimento do papel do Acionista Anônimo na sua essência, fará com que não só o mercado de capitais brasileiro floresça, gerando recursos suficientes para alavancar a atividade empresarial, mas também o incremento de novas tecnologias vindas com a entrada de acionistas de outras partes do mundo, aliada aos recursos naturais que o Brasil possui, promovam um grande salto no desenvolvimento econômico do país, sem o sacrifício por parte de instituições governamentais, contribuindo para a redução do chamado “Custo Brasil”, através da redução sensata da interferência do Estado na economia, com a criação de postos de trabalho, desenvolvimento econômico, e contribuindo, principalmente, para uma base sustentável de governabilidade e desenvolvimento.

1.2. Formulação do problema

De que modo uma emissão de ADRs pela Regra 144A do *The Securities Act of 1933* pode alavancar financeiramente uma empresa ?

1.3. Objetivos

1.3.1. Principal

O objetivo principal deste estudo é desenvolver um modelo de operação financeira que, através da emissão de ADRs pela Regra 144A do *The Securities Act of 1933*, e considerando os riscos de flutuação da Taxa de Retorno do Investimento (*IRR*) e da remuneração de Programas Financeiros (*High Yield Program*), proporcionem redução do custo de captação de recursos pelas empresas.

1.3.2. Secundários

Como objetivos secundários, cuja finalidade é auxiliar na resposta ao problema proposto, podem ser destacados os seguintes :

- ✓ Avaliar e comentar tecnicamente o cumprimento das principais normas que regem o mercado financeiro norte-americano (*The Securities Act of 1933; The Securities Exchange Act of 1934; The Investment Company Act of 1940; United States Code; Regulation : M; ATS; S-K; S-B; S-X; S-T*);
- ✓ Demonstrar a redução do custo de captação de recursos com a inserção dos ADRs em Programas Financeiros (*High Yield Program*);
- ✓ Demonstrar através da Teoria de Mercado Eficiente o retorno do investimento em ADRs pela Regra 144A do *The Securities Act of 1933*;

1.4. Hipótese ou suposição

O desenvolvimento do presente estudo necessita da confirmação de alguns pressupostos que podem ser testados para o aferimento de sua veracidade.

Considerando este particular, através da alavancagem financeira que ocorrerá na operação de Emissão Privada de Recibos de Depósitos (*Private Offering Depositary Receipt*) e da inserção dos mesmos em Programas Financeiros (*High Yield Program*), conforme demonstrado na estrutura da operação apresentada nos itens 4.1 e 4.2, a empresa poderá emitir ADRs pela Regra 144A do *The Securities Act of 1933*, obtendo recursos de longo prazo para investimentos operacionais, com custo de captação reduzido.

1.5. Delimitação do estudo

O presente estudo tem como fator de limitação à análise da alavancagem financeira pelo modelo proposto, de empresas brasileiras emissoras de ADRs negociados no mercado financeiro dos Estados Unidos da América.

1.6. Relevância do estudo

O presente estudo de emissão de ADRs pode ser considerado relevante pelos motivos abaixo discriminados :

- ✓ Redução do custo de captação de recursos destinados a investimentos de longo prazo;
- ✓ Capitalização das empresas brasileiras através da entrada de recursos estrangeiros, reduzindo a demanda interna de recursos necessários ao financiamento das atividades operacionais das empresas, com conseqüente redução da pressão interna sobre a moeda e o crédito;
- ✓ Ampliação dos mercados de atuação das empresas brasileiras, onde as mesmas passarão a ter uma quotação em mercado internacional;
- ✓ Possibilidade de negociação dos papéis nos principais mercados financeiros do mundo;
- ✓ Os fundos de *Private Equity* poderão utilizar os ADRs em fundos denominados como *dividend yield* (lucro distribuído pela empresa dividido pelo preço da ação em bolsa) projetado acima de 10%, por exemplo, utilizando este instrumento para remunerar seus investidores através de um produto misto entre renda variável e renda fixa (podemos chamar de *hedge* da renda variável ou retorno mínimo garantido), de extrema valia para fundos de pensão, vez que estes possuem compromisso atuarial fixo e precisam de rentabilidade garantida em seus investimentos.

CAPÍTULO 2 – REFERENCIAL TEÓRICO

Conforme pode ser observado no referencial teórico objeto desta pesquisa, no item 1 é apresentada uma visão generalizada do mercado financeiro, restringindo-se no item 2 o foco para o mercado financeiro americano. No item 3 o foco está centrado especificamente no objeto desta pesquisa, onde será analisado uma vertente do mercado financeiro norte-americano denominada *American Depositary Receipts – ADRs*, com a apresentação de um modelo de instrumento de alavancagem financeira para captação de recursos com redução de custo financeiro. Abaixo se menciona o conteúdo programático dos principais tópicos apresentados.

O tema objeto desta pesquisa é relativamente recente, se comparado com as operações realizadas nos mercados financeiros mundiais (as operações organizadas em mercado datam cerca de 200 anos). As operações com ADR tornaram-se significantes somente nos últimos 10 anos, onde hoje representam cerca de 6% do total de negociações de valores mobiliários no mercado norte-americano, cujo montante no ano de 2001 é cerca de US\$ 24 trilhões.

Somente com o objetivo de ilustração, conforme dados fornecidos pelo *The Bank of New York*, o valor dos ADRs das empresas brasileiras mencionadas no Anexo III negociados no período de 1995 a 2000 montou em cerca de US\$ 213 bilhões, correspondendo em cerca de 6,6% do total do mercado. Para fins de comparabilidade, o total da dívida externa brasileira monta em cerca de US\$ 230 bilhões.

Isto é o que se pode conceituar como “internacionalização” das operações empresariais, cujas causas e efeitos serão devidamente abordados nos capítulos apropriados, conforme referencial teórico acima mencionado.

2.1. Mercado financeiro norte-americano

A presente dissertação terá como foco principal analisar a colocação de papéis de empresas brasileiras no mercado financeiro norte americano.

Conforme mencionado na introdução acima, o mercado financeiro norte-americano representa hoje um potencial de investimento da ordem de US\$ 24 trilhões, onde os investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de *private equity*, bancos de investimentos, dentre outros), movimentam diariamente cerca de US\$ 600 bilhões, sendo talvez o maior e mais versátil mercado financeiro do globo terrestre. Fica patente que se constitui em uma excelente oportunidade para captação de recursos com redução de encargos financeiros, propicio para atingir as metas traçadas pela administração das sociedades.

Devido tratar-se de um mercado altamente desenvolvido e que em geral envolve operações que fogem ao cotidiano, é também um mercado que se caracteriza por uma grande regulamentação. Essa normatização impõem algumas restrições para a prática de certas operações, visando resguardar a “saúde” financeira do mercado.

Neste tópico serão analisadas as normas de funcionamento destas operações, bem como suas restrições, principalmente no que se refere a recompras e vendas (*resales*) de papéis, atuações de seus principais agentes (por exemplo os *QIBs* - *Qualified Institutional Buyers*), operações através de sistemas eletrônicos (por exemplo PORTAL e NASDAQ), bem como outras operações negociadas em mercados de balcão (*OTC* – *Over the Counter Market*).

2.1.1. Captação de recursos no mercado norte-americano

A captação de recursos através de instrumentos financeiros públicos ou privados no mercado norte-americano deverá seguir as regras estabelecidas pela *Securities and Exchange Commission* – SEC, agência governamental estabelecida em 1934 e semelhante a Comissão de Valores Mobiliários – CVM no Brasil.

Cabe ressaltar que os instrumentos financeiros colocados de forma privada não podem ser negociados publicamente, exceto se registrados na SEC. Contudo, a Regra 144A¹, adotada em 1990 e que é objeto deste trabalho, permite que instituições financeiras² com ativos maiores que US\$ 100 milhões negocie instrumentos financeiros sem a necessidade de registro na SEC americana. Este fato poderá transformar-se em uma grande vantagem competitiva, em razão da possibilidade de redução de custos operacionais de captação de recursos financeiros, bem como da abertura do leque de possibilidades de operações de alavancagem financeira, conforme explanado no item 4.2.

Outra vantagem importante consiste no fato de que através da citada Regra 144A uma corporação poderá negociar instrumentos financeiros não só no mercado norte-americano como também em outros mercados internacionais, desde que conforme regras estabelecidas pela SEC americana.

Relativamente a negociação destes instrumentos financeiros no mercado internacional, uma oportunidade que vem crescendo ultimamente refere-se a possibilidade de utilização de mercados emergentes, como é o caso de países como o Brasil. Contudo, geralmente estes mercados apresentam um risco mais elevado, notadamente no que se refere aos direitos dos investidores, visto que estes direitos geralmente não tem o mesmo tratamento do que aquele estabelecido na legislação do mercado de capitais do mercado norte-americano. Este fato faz com que os instrumentos financeiros de corporações sediadas nestes países sejam negociados por um valor inferior àqueles de seus respectivos ativos que lhes deram origem.

Uma empresa que emite ações pela primeira vez no mercado financeiro norte-americano é denominado de IPO – *Initial Public Offering* (oferta pública inicial). Geralmente os contratos de emissão e subscrição são classificados como abaixo³:

¹ A Regra 144A encontra-se disposta no *Securities Act of 1933*, tendo sido uma emenda a Regra 144 ocorrida em 1990

² Esta negociação ocorrerá através dos denominados *Qualified Institutional Buyers* – QIB, conforme explanados no item 2.3 e definição contida no item 1.7.

³ Conforme classificação apresentada por GRINBLATT e TITMAN, obra citada, página 15 e seguintes. Neste trabalho serão apresentadas a denominação original utilizada no mercado norte-americano, visto tratar-se de termos

- ***Firm Commitment x Best-Efforts Offering*** → em uma oferta firme (*Firm Commitment Offering*) o subscrito concorda em comprar a totalidade da quantidade oferecida por um preço previamente determinado, e oferecer estes mesmos valores mobiliários ao mercado por um determinado preço. Neste caso, o subscritor assume o total risco de uma não eventual colocação integral dos papéis. Em uma oferta de melhor esforço (*Best-Efforts Offering*), o subscritor e a empresa emissora dos valores mobiliários fixam um preço e um mínimo e máximo de papéis a serem vendidos, sendo que o subscritor fará o “melhor esforço” para colocação destes papéis no mercado. Caso não haja a colocação da totalidade dos papéis no mercado em um período especificado (normalmente 90 dias), a oferta será retirada do mercado, e poderá ocorrer nova emissão posteriormente.
- ***Negotiated x Competitive Offering*** → em uma oferta do tipo negociada, a empresa emissora negocia o acordo com o subscritor. Na oferta do tipo competitiva, a empresa emissora dos papéis especificará as condições em uma proposta de contrato de colocação de papéis e colocará em oferta pública, vencendo o subscritor que oferecer as melhores condições.
- ***Shelf Offerings*** → em 1982 a SEC adotou a regra 415, a qual permite à uma corporação registrar todos os papéis que pretender emitir no prazo de dois anos. Uma vez arquivado e registrado o pedido, a corporação poderá realizar as ofertas em várias “tranches”.
- ***Rights Offerings*** → trata-se da venda de direitos sobre ações ordinárias. Esses direitos podem conferir ao seu possuidor, por exemplo, o direito de voto especial em determinadas matérias, poder de veto em outras, cláusulas restritivas de alienação de controle, dentre outras.

2.1.2. Normatização

As três mais importantes normas reguladoras do mercado financeiro norte-americano são o *Securities Act of 1933*, o *Securities and Exchange Act of 1934* e o *Banking Act of 1934* (comumente chamado de *Glass-Steagall Act*).

As normas acima citadas requerem que todas as ofertas públicas de valores mobiliários, exceto aqueles instrumentos financeiros de curto prazo (com prazo inferior a 270 dias), sejam registrados na SEC americana. Nestes registros as empresas emissoras dos instrumentos financeiros deverão apresentar os seguintes formulários⁴:

- ✓ Informações gerais sobre a empresa e um detalhamento de sua situação financeira;
- ✓ Uma descrição detalhada dos instrumentos financeiros que estão sendo emitidos;
- ✓ O contrato entre o banco de investimentos que está atuando como subscritor, encarregado também da distribuição dos referidos instrumentos, e da empresa emissora destes;
- ✓ Uma composição do sindicato de subscrição, isto é, dos banco ou instituições financeiras que serão encarregados da distribuição dos títulos e valores mobiliários no mercado.

Pedido de registro no Formulário F-6 conforme o *U.S. Securities Act de 1933*

O formulário F-6 é o formulário para pedidos de registro de ADRs sob o *Securities Act* ou de ADSs, representados por ADRs. Três exigências devem ser cumpridas para um emissor poder utilizar o Formulário F-6:

- 1) O detentor de ADSs deve ter o direito de retirar as ações representadas pelas ADSs a qualquer hora, sujeito somente a certas restrições;
- 2) As ações depositadas devem ser oferecidas ou vendidas em transações registradas sob o *Securities Act* ou em transações que seriam isentas de registro se fossem efetuadas nos E.U.A.; e
- 3) A partir da data de protocolo do Formulário F-6, o emissor das ações depositadas deve se obrigar a apresentar relatórios sob o *Exchange Act* ou as ações depositadas devem autorizar uma isenção das obrigações de apresentar relatórios sob o *Exchange Act* de acordo com a Regra 12g3-2(b).

⁴ Estes formulários estão disponíveis na SEC americana. Em razão destes prospectos serem impressos em vermelho, antes de sua aprovação pela SEC são denominados “*red herring*”.

O formulário F-6 consiste de uma folha de rosto com as partes I e II. A folha de rosto deve conter informações como o nome e endereço da empresa estrangeira emissora das ações depositadas e do banco depositário de ADRs, assim como o cálculo das taxas devidas à SEC.

A Parte I do Formulário F-6 discrimina as informações que devem ser incluídas no prospecto. Estas informações são fornecidas no corpo do próprio certificado representativo do ADS que é protocolado com o Formulário F-6.

A Parte II discrimina as exigências de informações que não precisam ser incluídas no prospecto mas devem ser fornecidas à SEC.

O "requerente" do registro que deve assinar o pedido de registro da "entidade legal criada pelo acordo para a emissão de ADSs". O banco depositário de ADRs pode assinar em nome de tal entidade. Se uma empresa estrangeira "patrocina" o programa de ADRs, então o pedido de registro deve também ser assinado pela empresa estrangeira.

Dispensa na forma da Regra 12g3-2(b)

As informações discriminadas abaixo se referem à dispensa na forma da Regra 12g3-2(b) das obrigações de registro e de apresentação de relatórios sob o *Exchange Act*, que deve ser obtida em conjunto com o estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I por uma empresa estrangeira.

Visão geral

A dispensa na forma da Regra 12g3-2(b) permite a certos "emissores privados estrangeiros"⁵ fornecer uma série limitada de informações à SEC ao invés de atender às extensas exigências de apresentação de relatórios sob o *Exchange Act* impostas a empresas estrangeiras que, embora não tenham acessado o mercado aberto de ações dos E.U.A.⁶, por terem um número mínimo de investidores não americanos detendo ações da empresa estrangeira, ficaram sujeitas a tais exigências. Outrossim, a Regra 12g3-2(b) permite às empresas estrangeiras evitar a obrigação de

⁵ O termo "emissor privado estrangeiro" é definido no Regulamento 3b-4(c) sob o *Exchange Act* como "qualquer emissor estrangeiro exceto um país estrangeiro e um emissor que atenda às seguintes condições: (I) mais de 50% das ações emitidas com direito a voto deste emissor são detidas, segundo o registro, diretamente, através de certificados de *voting trust* ou através de recibos de depósito por pessoas residentes nos E.U.A.; a (2) qualquer dos seguintes: (i) a maioria dos conselheiros ou diretores são cidadãos dos E.U.A. ou residentes nos E.U.A.; (ii) mais de 50% dos ativos do emissor estão localizados nos E.U.A.; ou (iii) o negócio do emissor é administrado principalmente nos E.U.A.

fornecer informações específicas aos detentores de suas ações oferecidas de acordo com a Regra 144A a quaisquer compradores potenciais.

Regra 12g3-2(b)

A dispensa na forma da Regra 12g3-2(b) está condicionada ao fornecimento pela empresa estrangeira à *SEC* das informações⁷ que a empresa estrangeira:

- (i) Tenha divulgado ou seja obrigada a divulgar de acordo com a lei do país de sua sede ou no qual está incorporada ou organizada;
- (ii) Tenha arquivado ou seja obrigada a arquivar em uma bolsa de valores na qual suas ações são negociadas e que são divulgadas por tal bolsa de valores;
- (iii) Tenha distribuído ou seja obrigada a distribuir aos seus acionistas.

Informações datadas do início do último ano fiscal completo, até qualquer data do ano fiscal corrente, devem ser submetidas junto com o pedido inicial de dispensa, ficando a empresa sujeita à exigência de se comprometer a fornecer continuamente à *SEC* quaisquer informações arquivadas ou divulgadas posteriormente no país da empresa estrangeira no momento do seu arquivamento ou divulgação em tal país.

As informações e documentos fornecidos à *SEC* de acordo com a Regra 12g3-2(b) não são considerados "arquivados" junto à *SEC* e portanto não fundamentam pedidos de indenização baseados na Seção 18 do *Exchange Act* por declarações enganosas em informações arquivadas junto à *SEC*.

Em conjunto com a primeira apresentação de informações e documentos de acordo com a dispense, a empresa estrangeira é sujeita à exigência de fornecer à *SEC* as seguintes informações:

- (i) O número de detentores de cada classe de ações de residentes nos E.U.A.;

⁶ A isenção não está disponível, por exemplo, a empresas estrangeiras que tenham acessado os mercados abertos dos E.U.A. de acordo com uma oferta registrada na *SEC* ou que tenham seus títulos listados em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A.

As informações que devem ser fornecidas são informações relevantes para a decisão de realizar um investimento tais como (i) a condição financeira ou demonstração de resultados da empresa estrangeira; (ii) quaisquer alterações nas linhas de negócios da empresa estrangeira; (iii) compras ou vendas de ativos pela empresa estrangeira; (iv) emissões, resgates ou compras das ações da empresa estrangeira; (v) alterações na administração ou controle da empresa estrangeira; (vi) a concessão de opções de compra ou o pagamento de outro tipo de remuneração aos diretores ou conselheiros pela empresa estrangeira; a (vii) transações da empresa estrangeira com seus diretores, conselheiros ou principais acionistas.

- (ii) O número e a porcentagem de ações de cada classe de ações em circulação detido por residentes nos E.U.A.;
- (iii) As circunstâncias nas quais as ações foram adquiridas;
- (iv) A data e as circunstâncias da mais recente distribuição pública de ações feita pela empresa estrangeira ou por uma empresa coligada.

Adicionalmente, a empresa estrangeira deve fornecer uma lista identificando quando e através de qual organização (por exemplo, o agente regulador local de valores mobiliários, a bolsa de valores local, etc.) todas as informações submetidas devem ser divulgadas ou arquivadas em tal bolsa de valores ou distribuídas aos detentores de ações. Na medida em que quaisquer alterações ocorram nos dados contidos em tal lista, as empresas estrangeiras devem fornecer à *SEC* uma lista revisada.

Após uma verificação do pedido inicial para determinar se todas as informações mencionadas acima foram fornecidas, a *SEC* informará à empresa estrangeira seu número de identificação e adicionará o nome da empresa estrangeira à listagem de empresas estrangeiras que estão dispensadas na forma da Regra 12g3-2(b). Tal lista de empresas estrangeiras é publicada no *United States Federal Register* e é periodicamente atualizada.

Quando documentos são fornecidos à *SEC* de acordo as condições para a dispense, o número de identificação deve aparecer no canto superior direito da primeira página de cada documento encadernado e em cada página de cada documento não encadernado.

Dada a obrigação continuada de fornecer informações à *SEC* que recai sobre empresas estrangeiras dispensadas na forma da Regra 12g3-2(b), é extremamente importante que empresas estrangeiras que pleiteiem a dispense implementem um sistema de produzir relatórios que assegure que as informações a serem enviados à *SEC* é devido estão disponíveis de forma contínua e pontual ao indivíduo designado com responsabilidade para repassar as informações à *SEC*.

Somente uma cópia de qualquer informação ou documento precisa ser submetida de acordo com a dispensa. Notas à imprensa e todos os outros materiais distribuídos diretamente aos detentores de ações (ao contrário daqueles materiais exigidos que devam ser apresentados a qualquer bolsa de valores local ou a um registro de empresas ou outro órgão oficial assemelhado mas não distribuídos aos detentores de ações) devem ser traduzidos ou resumidos na língua inglesa.

Outras informações a serem fornecidas podem ser submetidas na língua do país de origem acompanhadas de uma breve descrição na língua inglesa, se traduções, versões ou resumos em inglês não foram de outra forma preparados. Uma ou duas frases descritivas serão suficientes para atender a esta exigência.

No caso de vendas de ações de uma empresa estrangeira de acordo com a Regra 144A do *Securities Act*, as empresas estrangeiras que não estão dispensadas da apresentação de relatórios sob o *Exchange Act* na forma da Regra 12g3-2(b), estarão, conforme exigido pela Regra 144A(d)(4), sujeitas ao direito do detentor de ações da empresa estrangeira e de qualquer comprador potencial designado para tal detentor, de obter da empresa estrangeira, quando solicitadas pelo detentor ou pelo comprador potencial, certas informações enumeradas sobre a empresa estrangeira.

As informações que forem solicitadas devem ser razoavelmente atualizadas⁸ e podem incluir uma breve declaração sobre a linha de negócios da empresa estrangeira e dos produtos e serviços que oferece; os mais recentes balanço patrimonial, demonstração de resultados e demonstração de mudanças do patrimônio líquido da empresa estrangeira; a demonstrações financeiras similares referentes aos dois anos fiscais anteriores, ou ao período no qual a empresa estrangeira esteve em operação.

A dispensa estabelecida pela Regra 12g3-2(b) permite à empresa estrangeira evitar qualquer responsabilidade patrimonial potencial por qualquer inadequação de informações divulgadas na forma da Regra 144A(d)(4) a qualquer detentor ou comprador potencial que a solicite sob a Regra 144A.

Adicionalmente, a dispensa possibilite à empresa estrangeira evitar a obrigação de estar constantemente atualizando e revisando o pacote de informações sobre a empresa exigível sob a Regra 144A(d)(4)

⁸ Para efeitos da Regra 144A, a exigência de que as informações sejam "razoavelmente atualizadas" será considerada atendida se: (i) o balanço patrimonial é datado de menos de dezesseis meses antes da data da venda na forma da Regra 144A, as demonstrações de resultados e de mudanças do patrimônio líquido cubram o período de 12 meses anteriores à data do balanço, e se tal balanço não está datado de menos de seis meses antes da data da venda na forma da Regra 144A. Será acompanhado de demonstrações de resultados e de mudanças do patrimônio líquido adicional para o período a partir da data de cada balanço até uma data menos de seis meses antes da data da venda; (ii) a declaração da linha de negócio da empresa estrangeira e de seus produtos e serviços oferecidos são de uma data dentro dos doze meses anteriores à data da venda; e (iii) com relação às empresas estrangeiras, a informação exigida atende às exigências de atualidade do país da origem da empresa estrangeira ou de seus principais mercados de negociação de ações.

Obrigações de apresentar relatórios sob o U.S. *Securities Exchange Act* de 1934

Registro sob o *Exchange Act*

A contrário do *Securities Act*, o *Exchange Act* enfatiza o registro de uma classe de valores mobiliários sem considerar a quantidade específica dos títulos ou a transação na qual tais títulos estão sendo distribuídos.

O registro sob o *Exchange Act* é direcionado para fornecer ao público investidor informações com relação ao emissor dos títulos que serão pulverizados no mercado, que serão negociados em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. ou que serão ofertados ao público em uma oferta registrada sob o *Securities Act*.

O registro sob o *Exchange Act* pode ser efetuado de acordo com a Seção 12(g) do *Exchange Act* (se os títulos estão pulverizados no mercado) ou Seção 12(b) do *Exchange Act* (se os títulos serão listados em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A.)⁹.

Para registrar uma classe de títulos sob o *Exchange Act*, uma empresa estrangeira deve protocolar um Formulário 8-A (em linhas gerais, se os títulos serão listados em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. no contexto de uma oferta pública) ou em Formulário 20-F (se os títulos estarão pulverizados no mercado; ou se somente uma listagem em uma bolsa nacional dos E.U.A. está sendo obtida) com a SEC.

O Formulário 20-F exige a divulgação de certas informações sobre os negócios e as finanças da empresa similares às informações contidas nos formulários protocolados sob o *Securities Act*.

Apesar da divulgação de informações e o registro sob o *Exchange Act* não valerem como divulgação e registro sob o *Securities Act*, o processo de registro sob o *Securities Act* é simplificado para empresas que tenham registrado e possuam um histórico de apresentação de relatórios sob o *Exchange Act*, pois as informações exigidas pelo *Securities Act* podem ser incorporadas aos documentos fazendo referência a informações anteriormente protocoladas sob o *Exchange Act*.

⁹ Este memorando não inclui a discussão das exigências para listagem em bolsas de valores nacional dos E.U.A.

Obrigações continuadas de apresentação de relatórios

Empresas estrangeiras ficarão sujeitas à obrigação de apresentar relatórios sob o *Exchange Act*¹⁰ se registrarem títulos sob a Seção 12(b) ou Seção 12(g) do *Exchange Act*, ou se emitirem títulos em oferta pública registrada nos E.U.A. Um relatório anual no Formulário 20-F (contendo as mesmas informações descritas acima com referência ao registro sob o *Exchange Act*) deve ser submetido dentro de seis meses após o final do ano fiscal da empresa estrangeira abrangido por tal relatório.

Adicionalmente, relatórios periódicos no Formulário 6-K devem ser fornecidos à SEC com relação às informações relevantes que a empresa estrangeira

- (i) Divulga em seu país de origem;
- (ii) Registra junto à bolsa de valores na qual os títulos da empresa estrangeira são negociados a que foram divulgadas por esta bolsa de valores; ou
- (iii) Distribui aos detentores de seus títulos.

Registro sob o *Securities Act*

Uma empresa estrangeira que emite seus títulos para venda nos E.U.A. deve registrar a oferta e venda de tais títulos sob o *Securities Act* exceto quando a oferta e venda são isentas de registro ou os títulos são isentos de registro¹¹.

Com relação a uma oferta pública inicial, o *Securities Act* exige que o emissor registre os títulos a serem oferecidos e distribua a investidores potenciais um prospecto contendo certas informações sobre a oferta e o emissor.

O Formulário F-1 é o formulário para pedidos de registro sob o *Securities Act* para empresas estrangeiras que estão acessando pela primeira vez o mercado aberto dos E.U.A. Empresas estrangeiras que já estejam sujeitas às obrigações de apresentar relatórios sob o *Exchange Act* podem se qualificar para registrar títulos sob o *Securities Act* no Formulário F-2 ou no

¹⁰ Sob a Seção 15(d) do *Exchange Act*, uma empresa também estará sujeita às obrigações de apresentar relatórios sob o *Exchange Act* sem ter efetuado o registro sob a Seção 12(b) ou Seção 12(g) do *Exchange Act* se a empresa protocolou um pedido de registro que foi deferido de acordo com o *Securities Act* e os títulos aos quais o registro se refere estão em poder de pelo menos trezentas ou mais pessoas.

¹¹ Além das exigências federais para o registro de ofertas de títulos, cada estado nos E.U.A. também impõe outras exigências para o registro da oferta e venda de títulos aos residentes daquele estado, exceto se a oferta e venda são isentos de registro sob a lei estadual (estas leis estaduais reguladoras de valores mobiliários são usualmente conhecidas como leis de "céu azul").

Formulário F-3, que são formulários de pedido de registro mais simplificados. Além de protocolar o pedido de registro no Formulário F-1 junto à SEC e as informações que devem estar no prospecto incluído no pedido de registro devem também ser incluídas no prospecto que for entregue a investidores em potencial.

As informações que devem ser incluídas no Formulário F-1 para pedidos de registro e no prospecto são as seguintes:

- 1) **Demonstrações financeiras.** Três anos de demonstrações de resultado auditadas a dois anos de balanços patrimoniais auditados. Certas informações devem ser apresentadas de acordo com U.S. GAAP se as demonstrações financeiras não foram originalmente preparadas de acordo com U.S. GAAP;
- 2) **Discussão e análise da administração.** Uma explanação feita pela administração dos recentes resultados operacionais da empresa estrangeira e dos desenvolvimentos recentes ou tendências que afetam os resultados operacionais, a condição financeira, liquidez ou recursos de capitalização e uma comparação dos resultados período a período da empresa estrangeira para os anos fiscais abrangidos pelas demonstrações financeiras exigidas;
- 3) **Descrição dos negócios.** Uma descrição dos principais produtos e serviços, principais mercados e métodos de distribuição e um detalhamento das vendas totais e das receitas por categoria de atividade e por mercados geográficos;
- 4) **Descrição de propriedades.** Uma descrição das principais instalações e outras propriedades de maior importância;
- 5) **Processos.** Uma breve descrição de processos judiciais e administrativos relevantes em andamento;
- 6) **Controle da empresa registrada.** Uma descrição da natureza do controle pela controladora e informações relacionadas aos acionistas principais e aos diretores e conselheiros do grupo;
- 7) **Natureza do mercado de negociação.** Uma descrição da natureza do principal mercado de negociação dos títulos fora dos E.U.A. e do mercado de negociação a ser estabelecido nos E.U.A., incluindo informações específicas sobre características de tal negociação;
- 8) **Controles cambiais e outras limitações.** Uma descrição de quaisquer restrições na entrada e saída de capitais, controles sobre câmbio de moeda estrangeira, restrições sobre pagamentos, inclusive pagamentos de dividendos, no exterior e restrições ao direito de voto de detentores estrangeiros de títulos;
- 9) **Tributação.** Uma descrição da tributação e das regras sobre retenção na fonte de impostos aplicáveis aos detentores norte-americanos de títulos;

- 10) **Informações financeiras selecionadas.** Uma apresentação resumida das demonstrações financeiras auditadas abrangendo os cinco anos fiscais anteriores e informações financeiras abrangendo a fração do ano fiscal em curso;
- 11) **Diretores e conselheiros.** Uma lista dos diretores e conselheiros e informações determinadas;
- 12) **Remuneração.** Informações sobre remuneração referentes a todos os diretores e conselheiros;
- 13) **Interesse da administração em certas transações.** Uma descrição das transações nas quais pessoas específicas da administração tenham interesse e valores de quaisquer dívidas devidas por pessoas da administração à empresa a ser registrada;
- 14) **Descrição dos títulos a serem registrados.** Uma descrição das características, direitos e obrigações associadas com os títulos e os termos e condições dos ADRs, se for o caso;
- 15) **Fatores de risco.** Uma explanação dos principais fatores que tornam a oferta especulativa ou de alto risco;
- 16) **Utilização dos recursos obtidos.** Uma declaração do principal propósito para o qual os recursos obtidos na oferta serão destinados;
- 17) **Detentores de títulos que estarão vendendo títulos.** Informações determinadas com relação dos detentores de títulos que estarão oferecendo títulos à venda com base no pedido de registro;
- 18) **Plano de distribuição.** Informações determinadas com relação aos distribuidores de títulos e outros participantes na distribuição dos títulos, e a natureza da obrigação dos distribuidores de títulos de colocar e/ou adquirir os títulos.

Um roteiro típico de eventos relacionados ao protocolo de um pedido de registro sob o *Securities Act*, como, por exemplo, o pedido de registro no Formulário F-1, junto à *SEC* é o seguinte:

- (i) Preparação do pedido de registro a execução do processo de auditoria legal (que continua até a liquidação da oferta);
- (ii) Protocolo do pedido de registro junco à *SEC*;
- (iii) Revisão pelos representantes da *SEC* do pedido de registro e envio de comentários;
- (iv) Circulação do prospecto preliminar e potenciais investidores;
- (v) Apresentações itinerantes para investidores (*road show*);
- (vi) Declaração da eficácia do pedido de registro junto à *SEC*;
- (vii) Atribuição de preço aos títulos em oferta; e
- (viii) Liquidação da transação.

Processo de auditoria legal nos E.U.A.

Análise de documentos

Listas de documentos solicitados

A prática no mercado é submeter uma lista formal de documentos solicitados ao emissor discriminando um extenso rol de documentos a serem analisados pelos distribuidores de títulos e seus advogados com o propósito de auxiliá-los na condução de sua auditoria legal e na preparação do prospecto.

A lista de documentos solicitados incluirá um pedido para analisar vários documentos do emissor, além de outras informações, tais como:

- a) Livros societários e outros documentos relacionados;
- b) Documentados apresentados a entidades governamentais;
- c) Contratos e outros documentos relativos ao financiamento da empresa;
- d) Contratos relevantes;
- e) Informação sobre subsidiárias relevantes;
- f) Detalhes de quaisquer processos judiciais em curso ou iminentes; e
- g) Demonstrações financeiras auditadas, geralmente para os últimos cinco anos fiscais, e demonstrações financeiras parciais cobrindo o período desde o final do último ano fiscal.

Análise de documentos: Aos advogados dos distribuidores de títulos usualmente é delegada a responsabilidade pela análise dos documentos solicitados do emissor, pois muitos desses documentos são de natureza jurídica. Tal análise geralmente ocorre no local da sede do emissor ou em qualquer outro local onde tais documentos estejam guardados.

Reuniões com a administração: O processo da auditoria legal também envolve reuniões formais do principal distribuidor de títulos (o *lead underwriter*) com a administração superior do emissor e seus advogados norte americanos.

Reuniões com contadores: As reuniões com os auditores externos do emissor devem ocorrer no processo de auditoria legal para que sejam discutidos seu relacionamento com o emissor, quaisquer qualificações que apareçam em seus relatórios que acompanham as demonstrações financeiras auditadas, bens individuais nas demonstrações financeiras, metodologia contábil, recomendações feitas ao emissor com relação aos controles ou práticas do emissor e a forma e o

conteúdo da carta de representação dos auditores (a *comfort letter*) a ser fornecida. Adicionalmente, a preparação de uma tabela resumindo a capitalização da empresa, as informações financeiras selecionadas e as seções do prospecto que discutem as principais diferenças entre as práticas contábeis do país de origem e o U.S. GAAP devem também ser discutidas.

Preparação da revisão do prospecto: Os advogados não americanos de cada um dos distribuidores de títulos e o emissor supervisionarão a preparação do prospecto baseando-se nas informações obtidas através do processo de auditoria legal.

Cartas relativas à Regra 10b-5

Propósito

As cartas relativas à Regra 10b-5 são solicitadas para serem entregues aos distribuidores de títulos para ajudá-los a utilizar um argumento baseado na realização da devida auditoria legal em sua defesa contra ações de indenização que podem ser ajuizadas sob as leis federais reguladoras de valores mobiliários dos E.U.A.

Conteúdo das Cartas relativas a Regra 10b-5

As cartas relativas à Regra 10b-5 são dirigidas aos distribuidores de títulos identificando a função dos advogados que entregam a carta, resumindo sua participação no processo de auditoria legal, de forma a proporcionar segurança com relação à ausência de incorreções ou omissões relevantes no prospecto.

A *comfort letter* dos auditores

O principal distribuidor de títulos solicitará uma *comfort letter* dos auditores externos do emissor com a finalidade de ajudar os distribuidores de títulos a utilizar uma defesa contra pedidos de indenização, alegando terem feito a devida auditoria legal na forma das leis federais reguladoras de valores mobiliários dos E.U.A. *Comfort letters* apóiam e confirmam as informações financeiras contábeis que foram incluídas no prospecto e que não constam nas demonstrações financeiras auditadas.

Regra 144A e o Regulamento S

Empresas não-americanas que desejarem vender títulos no mercado norte-americano sem efetuar o registro *sob o Securities Act* podem se valer de algumas opções. Empresas podem empreender colocações privadas de título nos E.U.A. sem a obrigação de efetuar o registro *sob o Securities Act* e os respectivos regulamentos e normas. Adicionalmente, empresas têm a opção de oferecer título fora dos E.U.A. em transações que não estão sujeitas à obrigação de efetuar o registro *sob o Securities Act*.

Regra 144A

Colocações privadas são em geral sujeitas a várias limitações, como restrições relacionadas ao número e características de recebedores da oferta, e os títulos recebidos em tais colocações privadas são "títulos de circulação restrita" com respeito à sua transferibilidade subsequente.

A Regra 144A, adotada pela *SEC* em abril de 1990, cria uma isenção na forma de um "porto seguro" (i.e., o atendimento aos requisitos impede qualquer discussão sobre o caráter privado da colocação) e não exclusiva (i.e., a isenção não exclui outras isenções aplicáveis) *sob o Securities Act* para vendas de títulos de circulação restrita a certos investidores institucionais ou QIBs (conforme definidos acima).

Títulos de circulação restrita podem ser revendidos a QIBs sob esta Regra, desde que certos requisitos sejam atendidos, tais como:

- (i) Os títulos de circulação restrita na data de sua emissão não eram da mesma classe de títulos negociados em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. ou cotados em um sistema automático de cotação (i.e., NASDAQ);
- (ii) Detentores e compradores em potencial do títulos tem o direito de obter do emissor informações mínimas determinadas;
- (iii) O vendedor deve tomar providências de forma a certificar que o comprador tem ciência de que o vendedor está emitindo seus ADRs com base na Regra 144A.

Regulamento S

O Regulamento S foi também adotado pela *SEC* em abril de 1990 e oferece duas opções de isenções na forma de "portos seguros" com relação à aplicação da obrigação de efetuar o registro *sob o Securities Act* para ofertas a vendas de títulos efetuadas fora dos E.U.A.

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

Duas condições gerais devem ser satisfeitas para que se possa utilizar qualquer dos dois "portos seguros":

- (i) a oferta ou venda deve ser efetuada em uma transação no exterior (*offshore transaction*), e
- (ii) nenhum "esforço direcionado de vendas" pode ser efetuada envolvendo os E.U.A. pelo emissor, qualquer distribuidor ou qualquer entidade afiliada.

Uma oferta ou venda de títulos será considerada efetuada em uma transação no exterior se a oferta não for feita a uma pessoa nos E.U.A. e se outras exigências forem atendidas.

O termo "esforço direcionado de vendas" se refere às atividades que criam interesse, ou são razoavelmente capazes de criar interesse no mercado nos E.U.A. para os títulos que estão sendo vendidos fora dos E.U.A.

O "porto seguro" estabelecido para ofertas a vendas de título feitas pelo emissor e pelos participantes na distribuição cria três categorias de transações, dependendo da natureza do emissor e dos títulos oferecidos. Além das duas condições gerais já mencionados, que se aplicam a cada uma das três categorias, restrições específicas adicionais são impostas a cada categoria.

Certas restrições envolvem o estabelecimento de períodos de circulação restrita com prazos determinados durante os quais ofertas ou vendas de títulos de acordo com tal isenção não podem ser feitas a pessoas dos E.U.A. ou para o benefício de pessoas dos E.U.A.

O "porto seguro" geralmente aplicável a revendas feitas por pessoas que não participam de qualquer distribuição estabelece que além das condições gerais, outras restrições podem ser impostas sobre a revenda dependendo do status do vendedor.

"Ofertas globais" de ADRs não registrados são frequentemente realizadas combinando-se uma colocação sob a Regra 144A com uma oferta fora dos E.U.A. de acordo com o Regulamento S.

2.1.3. Responsabilidades e obrigações

Demonstrações financeiras de acordo com U.S. GAAP

Em conexão com o protocolo do pedido de registro no Formulário F-1 ou no Formulário 20-F, uma empresa estrangeira deve preparar suas demonstrações financeiras de acordo com, ou reconciliadas com os U.S. GAAP.

Uma empresa estrangeira que reconcilia suas demonstrações financeiras preparadas sem observância de U.S. GAAP com as exigências de U.S. GAAP deve fornecer um demonstrativo quantitativo das diferenças relevantes nas demonstrações financeiras quando preparadas de acordo com U.S. GAAP e quando não preparadas de acordo com U.S. GAAP.

Adicionalmente, se uma empresa estrangeira estiver emitindo títulos de dívida ou ações avaliadas por agências de crédito abaixo de certo nível de crédito (non investment grade) deve também fornecer informação relevante exigida pelos U.S. GAAP e pelas normas e regulamentos contábeis da SEC.

Há várias razões pelas quais uma empresa estrangeira pode decidir realizar a preparação de demonstrações financeiras de acordo com U.S. GAAP ao invés de preparar uma reconciliação com U.S. GAAP. Uma importante razão para escolher usar U.S. GAAP é que muitas vezes as diferenças de reconciliação podem ser tão grandes que uma apresentação de demonstrações reconciliadas com U.S. GAAP fica excessivamente confusa para os investidores.

Obrigações continuadas após estabelecer um programa de ADRs

Uma empresa estrangeira que apresenta relatórios sob o *Exchange Act* será obrigada a protocolar sucessivos relatórios anuais na SEC no Formulário 20-F e outros relatórios periódicos no Formulário 6-K.

O Formulário 20-F conterá informação sobre tópicos específicos, incluindo informações detalhadas sobre os negócios da empresa estrangeira e suas propriedades, informações financeiras selecionadas e as demonstrações financeiras especificadas, uma discussão e análise da administração sobre as condições financeiras e resultados da operação, uma explanação sobre os processos em curso contra a empresa estrangeira, uma descrição dos títulos a serem registrados e certas informações sobre os conselheiros e diretores da empresa.

O Formulário 6-K consiste simplesmente de uma folha de rosto a uma cópia das informações específicas que a empresa estrangeira divulgou no seu país de origem, apresentou em uma bolsa de valores na qual seus títulos são negociados ou de outra forma distribuiu a seus investidores.

As informações a serem apresentadas no Formulário 6-K são aquelas de importância significativa para os investidores em títulos da empresa estrangeira. Estabelecendo um programa de ADRs de Nível I terá de fornecer informações à *SEC* na forma da Regra 12g3-2(ó) continuamente. Geralmente esta mesma obrigação também se aplica a uma empresa estrangeira que empreendeu uma oferta de ADRs conforme a Regra 144A.

Uma empresa estrangeira, dependendo das opções que escolher para acessar o mercado de ações dos E.U.A., também pode ter obrigações de fornecer informações ao banco depositário de ADRs, dos investidores em ADRs e dos distribuidores de títulos. Estas obrigações geralmente são impostas no contrato de depósito de ADRs e no contrato de subscrição.

Responsabilização patrimonial sob as leis de valores mobiliários dos E.U.A.

As empresas estrangeiras, seus diretores, conselheiros e acionistas controladores, e os distribuidores de títulos que participam de uma oferta pública ou privada no mercado de ações dos E.U.A., se sujeitam à responsabilização patrimonial sob as leis de valores mobiliários dos E.U.A.

Outras questões jurídicas sob o Direito dos E.U.A.

Os advogados não americanos de uma empresa estrangeira deverão considerar outras questões jurídicas relacionadas com a escolha da empresa entre as opções para acessar o mercado de ações dos E.U.A., inclusive a aplicação do U.S. *Investment Company Act* de 1940.

O *Investment Company Act* foi criado com o objetivo de regular fundo de investimento e entidades similares, mas seu escopo é tão amplo que freqüentemente empresas comerciais, em razão das suas estruturas societárias e políticas operacionais, se tornam sujeitas às normas de tal lei.

Responsabilização patrimonial sob as leis reguladoras de valores mobiliários dos E.U.A.

O emissor, qualquer detentor de títulos que os venda no curso da oferta, os distribuidores de títulos e as entidades que comprem os títulos para revenda, ao participarem de uma oferta de títulos, devem atender às leis aplicáveis de cada país e estado no qual os títulos serão oferecidos ou vendidos.

As leis federais de reguladoras de valores mobiliários dos E.U.A. contém um grande número de dispositivos voltados a:

- (i) Assegurar que o devido registro de títulos é efetuado nos E.U.A. ou que uma isenção legal do dever de registrar se aplica; e
- (ii) Impedir o uso de declarações contendo incorreções relevantes ou omitindo informações relevantes no contexto da venda de títulos.

Notadamente, tanto o *Securities Act* quanto o *Exchange Act* prevêm a responsabilidade patrimonial de emissores, vendedores de títulos e participantes na distribuição no contexto de uma oferta de títulos nos E.U.A., seja tal oferta conduzida por meio de uma oferta pública nos E. U. A. registrada junto à *SEC* ou uma colocação privada isenta ou de outra forma não sujeita à obrigação de efetuar o registro do *Securities Act*.

Fontes de Responsabilidade Patrimonial

As principais fontes de responsabilidade patrimonial no contexto de uma oferta de títulos nos E.U.A. são as seguintes.

1) Seções 11 a 12(2) do Securities Act

Os dois principais dispositivos do *Securities Act* que prevêm tal responsabilidade patrimonial são a Seção 11, que se refere a incorreções e omissões contidas em pedidos de registro protocolados na *SEC*, e a Seção 12(2), que impõe responsabilidade patrimonial por incorreções e omissões em um prospecto ou em comunicações verbais relacionadas a um prospecto.

A Seção 11 do *Securities Act*, que somente se aplica às ofertas públicas nos E.U.A. registradas na *SEC*, estabelece que os distribuidores de títulos e os emissores de títulos, os conselheiros de tais emissores (e indivíduos designados para assumir posições no conselho de administração) e

outros signatários de tais pedidos de registro feitos pelo emissor (o que pode incluir os diretores) e protocolados na *SEC* para uma oferta pública dentro dos E.U.A. estarão sujeitos à responsabilidade patrimonial pelas incorreções e omissões relevantes contidas em tais pedidos de registro.

Os emissores são geralmente sujeitos à responsabilidade patrimonial absoluta por quaisquer incorreções ou omissões de um fato relevante, contudo, outros participantes responsáveis, incluindo diretores, conselheiros e distribuidores de títulos, podem evitar a responsabilidade patrimonial se conseguirem comprovar terem agido com a "devida diligência" na condução da auditoria legal. Podem comprovar tal defesa demonstrando que, após uma investigação razoável, eles tinham fundamentos razoáveis para acreditar e acreditavam que as declarações contidas no pedido de registro não continham incorreções ou omissões relevantes.

A Seção 12(2) do *Securities Act* impõe responsabilidade patrimonial sobre os "vendedores" de títulos que oferecerem ou venderem títulos através de um prospecto ou comunicação verbal que continha uma incorreção ou omissão relevante.

Um "vendedor" para os fins da Seção 12(2) inclui aquele que transfere a propriedade sobre os títulos a aquele que solicita a venda e recebe um benefício financeiro, tais como distribuidores de títulos e outros participantes na distribuição.

As partes sujeitas à Seção 12(2) podem também tentar comprovar os fatos exigidos pelo argumento de defesa da "devida diligência" para evitar a responsabilidade patrimonial fazendo a demonstração de terem agido com a "devida diligência" na condução da auditoria legal e que não conheciam, e tendo tomado providências razoáveis não poderiam saber, de tal incorreção ou omissão.

2) Seção 10(b) e a Regra 10b-5 sob o *Exchange Act*

A Seção 10(b) do *Exchange Act* e a Regra 10b-5 que regulamenta tal dispositivo impõem responsabilidade patrimonial a quaisquer pessoas envolvidas em transações fraudulentas relacionadas à compra ou a venda de títulos no contexto tanto de ofertas públicas nos E.U.A. quanto de colocações privadas (incluindo colocações privadas sob a Regra 144A).

Em especial, o Regulamento 10b-5 considera ilícito, no contexto de uma compra ou venda de qualquer título, "fazer qualquer declaração inveraz de um fato relevante ou omitir um fato

relevante que seja necessário para que as declarações feitas, em vista das circunstâncias sob as quais foram feitas, não sejam enganosas".

A responsabilidade patrimonial sob a Seção 10(b)/Regra 10b-5 se aplica tanto no contexto de ofertas públicas nos E.U.A. como no caso de colocações privadas, requerendo a demonstração de que os réus agiram com intenção de fraudar, o que inclui a negligência grave quanto a incorreções ou omissões na compra ou venda de títulos.

Os tribunais definiram "negligência grave" de forma a incluir um comportamento que é "não meramente negligência simples, ou sequer negligência inescusável, mas um extremo afastamento dos padrões de cuidado normal e que apresentam um perigo de enganar compradores ou vendedores que ou é conhecido pelo réu ou é tão óbvio que o agente certamente tinha ciência de tal perigo".

3) Seção 15 do *Securities Act* a Seção 20 do *Exchange Act*

O *Securities Act* e o *Exchange Act* estabelecem que a responsabilidade patrimonial pela violação de dispositivos de tais leis também podem ser estendidas solidariamente a pessoas controladoras da empresa violadora (por exemplo: diretores, conselheiros e acionistas controladores).

Para fins de determinar quem é uma pessoa controladora sob tais dispositivos de responsabilidade patrimonial, os tribunais freqüentemente utilizam a definição de "controle" promulgada pela SEC, sendo que tal definição estabelece que o termo "controle" significa deter, direta ou indiretamente, o poder de direcionar a administração e as políticas de uma entidade, seja através da propriedade de ações com, voto, por contrato ou de outra forma.

Pessoas controladoras também dispõem de certas defesas contra a responsabilidade patrimonial, que podem ser comprovadas pela demonstração de:

- (i) Falta de conhecimento ou uma razoável crença na existência dos fatos com base nos quais indivíduo controlado é responsabilizado; e
- (ii) Boa fé de não ter instigado, direta ou indiretamente, os atos da entidade controlada que resultaram na violação.

Distribuidores de títulos

Em vista da potencial responsabilidade patrimonial imposta sobre os distribuidores de títulos nos E.U.A., em certas circunstâncias é comum que os distribuidores de títulos realizem vários procedimentos de auditoria legal e exijam de seus advogados norte-americanos uma carta com relação ao conteúdo do prospecto.

Esta carta, usualmente chamada de “carta relativa à Regra 10b-5 é normalmente redigida na forma de uma afirmação em termos negativos de que tais advogados não têm conhecimento de nenhuma incorreção ou omissão relevante contida no prospecto”.

Ao realizar os procedimentos de auditoria legal, que incluem a obtenção de uma *comfort letter* dos auditores externos do emissor e uma carta relativa à Regra 10b-5, os distribuidores de títulos procuram se satisfazer de que podem estabelecer uma defesa de "devida diligencia" na auditoria legal sob a legislação federal reguladora de valores mobiliários dos E.U.A. no caso de uma ação de indenização de um investidor que afirma que o prospecto contém uma incorreção ou omissão relevante, através da demonstração de que o distribuidor de títulos agiu com cuidado razoável ao determinar se de fato o prospecto continha incorreções ou omissões relevantes.

Os distribuidores de títulos precisam comprovar a "devida diligencia" na auditoria legal por ser uma defesa chamada afirmativa e conseqüentemente arcam com o ônus da prova nessa questão.

2.2. Mercado de *American Depositary Receipts* – ADRs

Neste tópico será apresentado inicialmente um histórico deste mercado, sua evolução, principais características, agentes, vantagens e desvantagens, quais empresas podem habilitar-se, bem como as principais operações.

Por se tratar de um mercado que envolve geralmente empresas de vários continentes, necessita de uma regulamentação especial e de regras bem definidas.

Serão analisados os vários níveis de lançamento de papéis (níveis I, II e III), ofertas públicas, privadas (por exemplo a Regra 144A) e globais (GDR), operações com Euro-DRs, e *Yankee Bonds*. Recentemente negociam-se papéis denominados *American Depositary Debentures ADDs*, que podem ser tratados como *warrants* (papéis conversíveis) de grande flexibilidade para utilização em programas financeiros ou como instrumento financeiro destinado a alavancar operações de financiamentos para empreendimentos de longo prazo, bem como para alavancar *portfolio* de fundos de investimento ou de pensões, que possuem características peculiares na administração de seus recursos.

Considerações para empresas brasileiras

A decisão de entrar no mercado de ações dos E.U.A. é um passo muito importante para uma empresa brasileira e um passo que, antes de ser dado, deve ser cuidadosamente ponderado. Obviamente existem muitas considerações tanto financeiras quanto não financeiras que devem ser avaliadas, tais como o custo de levantamento de capital social no mercado de ações dos E.U.A. comparado com as alternativas nos mercados doméstico e internacional e a amplitude e diversidade da base de investidores que a empresa brasileira possa querer estabelecer.

Dada a complexidade e sofisticação do mercado de ações dos E.U.A., existem outras considerações tanto de natureza prática como jurídica que uma empresa brasileira deve avaliar antes de decidir se a presença naquele mercado é não somente apropriada do ponto de vista de uma perspectiva econômica mas consistente com seus objetivos empresariais de longo prazo.

Neste item o objetivo é destacar várias destas considerações e sugerir ações práticas que devem ser tomadas por uma empresa brasileira em vista da tomada desta importante decisão. Notadamente, as razões pelas quais uma empresa brasileira deve acessar o mercado de ações dos E.U.A., a importância da relação com o mercado de ações dos E.U.A. e a necessidade de uma

criteriosa avaliação por parte de uma empresa brasileira tanto de suas razões para acessar tal mercado quanto de sua capacidade para atender as exigências de tal mercado.

Também serão explicadas as diferenças entre os tipos de programas de recibos de depósito não americanos ("ADR") que uma empresa brasileira pode estabelecer, as exigências legais, de documentação e de procedimentos para cada tipo e as obrigações continuadas com as quais uma empresa brasileira se compromete após acessar o mercado de ações dos E.U.A.

Os princípios e aspectos a serem observados na emissão de ADRs são os abaixo mencionados:

I Obter instrução com relação ao processo de acesso no mercado de ações dos E.U.A.

Muitas empresas estrangeiras cometem o erro de deixar de se instruírem com relação aos aspectos práticos e jurídicos do acesso ao mercado de ações dos E.U.A.

Muitas vezes as circunstâncias e a pressão imediata para aumentar o capital não permite que uma empresa estrangeira tenha tempo suficiente para compreender adequadamente os requisitos para acessar adequadamente o mercado de ações dos E.U.A., para determinar se a entrada no mercado de ações dos E.U.A. é consistente com seus objetivos econômicos e empresariais de longo termo (em contraste com a necessidade imediata de levantamento de capital), ou para decidir se está preparada para atender as obrigações devidas ao mercado dos E.U.A. por uma empresa estrangeira e pela sua administração após ter estabelecido uma base de investidores não americanos que possuem suas ações.

Uma empresa brasileira deve antecipar-se ao futuro e determinar se em um período de vários anos existe a possibilidade de necessitar de levantamento de capital. Em caso positivo, e mesmo que a empresa brasileira não possa determinar a probabilidade de que venha a captar recursos por meio de uma oferta de ações no mercado dos E.U.A., deve iniciar um processo de aprendizagem com relação as operações e aos requisitos para o acesso ao mercado de ações dos E.U.A., e considerar se a empresa e sua administração está preparada para tal

II. Razões para uma empresa brasileira acessar o mercado de ações dos E.U.A.

- ✓ **Aumentar o capital social:** Uma das razões mais comuns para acessar o mercado de ações dos E.U.A. e aumentar o capital social é o fato de que o mercado de capitais dos E.U.A. é o mercado de capitais de maior volume e de maior liquidez do mundo e as empresas que conseguem atender as exigências rigorosas de divulgação de informações do mercado dos

E.U.A. são recompensadas com a possibilidade de obter recursos mediante a emissão de ações em um dos mais competitivos financiamentos do mundo;

- ✓ **Facilitar a negociação no mercado secundário pelos investidores existentes:** Ao listar suas ações para negociação no mercado aberto dos E.U.A., oferecer suas ações no mercado dos E.U.A. ou estabelecer um programa de ADRs simplesmente para promover a negociação secundária de ações já postas em circulação, uma empresa brasileira pode facilitar a negociação de suas ações entre investidores norte americanos, dessa forma aumentando a liquidez de suas ações, melhorando o nível de conhecimento de sua empresa entre investidores norte americanos, a fortalecendo a base de investidores em ações da empresa brasileira;
- ✓ **Permitir acesso rápido ao mercado aberto dos E. U.A:** Uma empresa brasileira que ofereça publicamente títulos de sua emissão no mercado dos E.U.A. em uma oferta registrada sob o *U.S. Securities Act de 1933 (Securities Act)* ou liste seus títulos em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. (por exemplo, *The New York Stock Exchange - NYSE*, ou o sistema automático de cotação do *the National Association of Securities Dealers Inc - NASDAQ*) se tornara uma empresa obrigada a apresentar relatórios sob o *U.S. Securities and Exchange Act de 1934 (Exchange Act)*. Uma vez que ulna empresa obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act* apresente por um ano todos os relatórios necessários a *U.S. Securities and Exchange Commission - SEC*, tal empresa se torna qualificada para o chamado "registro de prateleira" (*shelf registration*) nos E.U.A., que permite a empresa brasileira acesso imediato aos mercados abertos de ações e títulos de dívida dos E.U.A. sem que haja necessidade de se obter autorização previa da SEC para estas ofertas;
- ✓ **Realça a credibilidade e a reputação da empresa:** As exigências de divulgação da *SEC* e das bolsas nacionais de valores mobiliários dos E.U.A. são as mais rigorosas do mundo e as expectativas e exigências dos investidores e analistas não americanos estão entre as mais altas no mundo. Empresas brasileiras que se sujeitam a estas expectativas e exigências e que atendem com sucesso as demandas do mercado dos E.U.A, obtém um ganho de credibilidade e uma melhora da reputação que tornara mais fácil pare estas empresas captar recursos quando necessário não somente no mercado de capitais dos E.U.A. mas em outros mercados no mundo inteiro;
- ✓ **Difundir a imagem e o conhecimento da empresa no mercado:** O acesso ao mercado de ações dos E.U.A. aumentará a visibilidade de uma empresa brasileira entre os investidores e grandes instituições nos E.U.A. Esta imagem mais destacada pode servir não somente pare fortalecer a capacidade da empresa brasileira de captar recursos no mercado dos E.U.A., sob condições financeiramente atraentes, mas também servira para aumentar o conhecimento

no mercado dos E.U.A. dos produtos ou serviços que podem ser oferecidos pela empresa brasileira nos E.U.A., contribuindo portanto para melhorar os negócios comerciais da empresa brasileira;

III. Condições para uma empresa obter recursos no mercado de ações dos E.U.A.

Antes de considerar qualquer opção para acessar o mercado de ações dos E.U.A. uma empresa deve determinar a longo prazo seus objetivos de negócios e de necessidades de capital. É somente com esta decisão que a empresa poderá avaliar as opções disponíveis para obter acesso ao mercado de ações dos E.U.A., assim como os custos da transação e outras despesas associadas a estas opções.

Comparar o custo inicial de entrada no mercado com os planos e benefícios de longo prazo

Em muitos casos, empresas brasileiras que pensam em acessar o mercado de ações dos E.U.A. já aumentaram anteriormente seu capital social e já listaram suas ações em seus mercados domésticos ou em outros mercados internacionais. Em geral, as exigências de divulgação de informações durante a oferta e após a oferta nestes mercados são muito menos exigente do que no mercado de ações dos E.U.A. Além disso, os custos da transação e as exigências impostas à administração e aos sistemas da empresa brasileira responsáveis pela oferta e pela presença constante nestes outros mercados tendem a ser mais baixos do que os relacionados a ofertas no mercado de ações dos E.U.A. e a manutenção de uma listagem em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A.

Muitas vezes empresas estrangeiras são surpreendidas pelo tempo e custo exigidos por uma oferta ou listagem de seus títulos no mercado dos E.U.A. e permitem que este fator se sobreponha excessivamente a outras considerações de longo prazo. Isto é especialmente verdadeiro quando uma empresa estrangeira nunca teve acesso aos mercados internacionais de ações e somente tem experiência com ofertas de Eurobônus.

Os custos iniciais e continuados da entrada no mercado de ações dos E.U.A. devem ser avaliados tendo em vista os planos de longo prazo de captação de recursos e de negócios da empresa estrangeira, o custo total mais baixo de aumentar o capital social no mercado dos E.U.A. no período destes planos de longo prazo, e os outros benefícios resultantes do acesso mercado de ações dos E.U.A. descritos no Item II acima.

Determinar objetivos de negócios e necessidades de captação de recursos a longo prazo

Para se tomar a decisão correta com relação a opção apropriada para acessar o mercado de ações dos E.U.A., uma empresa brasileira deve primeiro determinar seus objetivos empresariais e de captação de recursos a longo prazo. É importante decidir, entre outras questões, o seguinte

- ✓ O montante de capital que pode ser requerido;
- ✓ Os períodos nos quais o capital será requerido;
- ✓ A frequência com que a empresa brasileira pode optar por acessar os mercados de capitais dos E.U.A.;
- ✓ A data mais próxima na qual a empresa brasileira pode decidir captar recursos pela primeira vez;
- ✓ O prazo de vencimento previsto ou desejado dos títulos de dívida que podem ser oferecidos; e
- ✓ A proporção ótima entre capitalizações mediante a oferta de ações e financiamentos com títulos de dívida.

Por exemplo, uma empresa brasileira que espera captar um montante significativo de capital em uma única oferta ou em um curto período de tempo pode descobrir que o mercado aberto dos E.U.A. deve ser acessado para que a empresa possa completar a oferta no volume planejado ou para que possa obter um custo de financiamento aceitável para a empresa.

Uma empresa tentando oferecer títulos de dívida com longos prazos de vencimento pode descobrir em alguns casos que somente o mercado dos E.U.A. pode satisfazer esta necessidade.

Outrossim, uma empresa brasileira que captar recursos frequentemente descobrirá que é importante ter a possibilidade de aproveitar oportunidades de mercado quando surgem e ter a opção de se financiar emitindo tanto ações como títulos de dívida, dependendo das condições do mercado e de seus objetivos empresariais. Nestes casos, e em outros, pode ser vantajoso para uma empresa brasileira estar presente no mercado de ações dos E.U.A. e, possivelmente, obrigar-se a apresentar relatórios sob o *Exchange Act*.

Avaliar as condições da empresa e de sua administração para acessar o mercado de ações dos E. U.A.

Dadas as exigências do mercado de ações dos E.U.A., uma empresa brasileira deve avaliar se a empresa e a sua administração estão preparadas para tal empreendimento. Ao fazer tal avaliação a empresa brasileira deve considerar, entre outros fatores, os seguintes:

- ✓ **Estrutura societária da empresa.** Uma estrutura extraordinariamente complicada, talvez por razões relacionadas à tributação local ou objetivos regulatórios, ou que esteja sujeita a mudanças no futuro próximo (por exemplo, privatização), pode complicar a divulgação de informações que seria exigida se a empresa brasileira fosse empreender uma oferta ou listagem de seus ADRs no mercado aberto dos E.U.A.
- ✓ **Transações com terceiros relacionados.** Empresas brasileiras que empreendem uma oferta ou listagem de seus ADRs no mercado aberto dos E.U.A. devem divulgar os termos de transações envolvendo a empresa brasileira e seus acionistas, conselheiros ou diretores ou qualquer de suas empresas coligadas. Em geral, o mercado de ações dos E.U.A. espera que as transações com terceiros relacionados sejam contratadas em condições equitativas.
- ✓ **Situação do negócio.** Emissores brasileiros com empreendimentos extraordinariamente complicados ou que se encontram no meio de grandes mudanças podem ter dificuldades para oferecer ações no mercado de ações dos E.U.A. sob condições financeiramente atraentes.
- ✓ **Qualidade dos sistemas de gerenciamento.** O mercado de ações dos E.U.A. exige divulgação extensa de informações das empresas brasileiras que oferecem ou listam seus ADRs naquele mercado. Adicionalmente, após tal oferta ou listagem a empresa brasileira deverá fornecer informação ao mercado de forma continuada e informar prontamente ao mercado dos desenvolvimentos relevantes relacionados à empresa brasileira e ao seu empreendimento. É extremamente importante que uma empresa brasileira que empreende uma oferta ou obtém uma listagem no mercado de ações dos E.U.A. possua sistemas de gerencia instalados que lhe permitam atender a estas obrigações de divulgação.
- ✓ **Qualidade dos sistemas de contabilidade.** Empresas brasileiras que empreendem uma oferta pública no mercado de ações dos E.U.A. ou obtém uma listagem em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. deverão divulgar informações contábeis que em muitos casos são mais extensas do que as exigidas em mercados fora dos E.U.A. Empresas brasileiras

que se tornam obrigadas a apresentar relatórios sob o *Exchange Act* deverão produzir demonstrações financeiras de acordo com os princípios contábeis norte-americanos geralmente aceitos ("U.S. GAAP") ou demonstrações financeiras no padrão doméstico com um demonstrativo dos ajustes necessários para conformá-las a U.S. GAAP.

- ✓ **Qualidade da administração.** A presença no mercado de ações dos E.U.A. pode requerer que a administração tenha contato direto com e esteja atenta aos investidores e as comunidades de analistas norte-americanos. Ademais, os atos da administração na condução dos negócios da empresa brasileiros serão observados de perto pelos investidores e analistas norte-americanos.
- ✓ **Aceitação da divulgação plena.** Os mercados de capitais dos E.U.A. se fundam no conceito de "divulgação plena", que exige que toda informação relevante relacionada à empresa brasileira e seus negócios sejam prontamente divulgadas no mercado.

IV **Conhecimento dos conceitos básicos que fundamentam o mercado de ações dos E.U.A**

Antes de decidir acessar o mercado de ações dos E.U.A. é necessário que uma empresa compreenda dois conceitos básicos que fundamentam a operação do mercado de ações dos E.U.A., pois são estes dois conceitos que são o fundamento da estrutura do sistema de regulamentação de valores mobiliários dos E.U.A. e direcionam a operação do mercado de capitais dos E.U.A.

Divulgação plena

O primeiro conceito é o de "divulgação plena" (*disclosures*). As leis federais reguladoras de valores mobiliários dos E.U.A. se fundam na crença de que empresas que oferecem títulos publicamente a empresas com investidores no mercado aberto de capitais dos E.U.A. devem fornecer completa e atualizada divulgação ao mercado de toda informação relevante para investidores relacionados a empresa e aos seus negócios.

Esta expectativa vale não só quando a empresa capta recursos através de uma oferta de suas ações nos E.U.A. ou quando lista suas ações em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A., mas também de maneira continuada após tal oferta ou listagem.

Pare efetivar este sistema de divulgação plena os E.U.A. desenvolveram um conjunto de exigências de divulgação detalhadas e complexas relacionadas a assuntos contábeis e não-contábeis para fornecer à todas as empresas certas informações fundamentais.

Credibilidade do emissor

O conceito de divulgação plena ocasionou o desenvolvimento de um segundo conceito básico que fundamenta a operação nos mercados de capitais dos E.U.A., que é a credibilidade do emissor.

O mercado de capitais dos E.U.A., especialmente o mercado de ações dos E.U.A., opera sob a expectativa de que tanto notícias positiva como negativas relacionadas a uma empresa e seus negócios que sejam relevantes para os investidores e sejam divulgadas inteira e prontamente e amplamente disseminadas no mercado.

Embora seja verdade que nenhum mercado gosta de notícias negativas com relação a um investimento, o mercado de capitais dos E.U.A. desaprova muito mais a falha na divulgação de informações ou a divulgação de informações incompletas ou não atualizadas.

Empresas estrangeiras devem considerar que o mercado de capitais dos E.U.A. é um mercado marcado por grande concorrência por capital. Por exemplo, existem mais que 14,000 empresas apresentando relatórios sob o *Exchange Act*, não incluindo as muitas empresas isentas da obrigação de apresentar relatórios que tem acesso somente aos mercados de capitais privados dos E.U.A.

Investidores tem inúmeras escolhas de onde investir seu capital e todas as empresas precisam competir para atrair a atenção dos investidores a captar capital. Neste ambiente, a divulgação plena, particularmente na forma que se aplique a uma empresa sujeita ao *Exchange Act*, tornou-se uma vantagem competitiva na obtenção de capital, e não simplesmente uma exigência técnica legal de interesse da SEC.

Se os investidores estão inseguros com relação não somente ao desempenho de uma empresa mas também em relação a disposição de tal empresa de manter o mercado inteiramente informado, eles geralmente passarão a considerar as inúmeras alternativas de investimento disponíveis para eles.

Quando uma empresa perde credibilidade no mercado devido a uma falha em divulgar informações relevantes pode levar vários anos para a empresa convencer os investidores a considerar os títulos de sua emissão como uma alternativa de investimento.

V. Opções para acessar o mercado de ações dos E.U.A

Existem vários métodos através dos quais uma empresa brasileira pode acessar o mercado de ações dos E.U.A., cada um dos quais proporcionando benefícios diversos e exigindo diferentes compromissos da empresa brasileira. As opções básicas disponíveis para uma empresa estrangeira são as seguintes:

1. Programas de ADRs para o mercado secundário

Os programas de ADRs para o mercado secundário abrangem várias maneiras de atingir certos objetivos, inclusive cultivar o interesse dos investidores não-americanos nas ações de empresas brasileiras, sem realizar a emissão de novas ações. Conseqüentemente, estes programas não servem para captar recursos.

a) Programas de ADRs de Nível I

Um programa de ADRs de Nível I facilita a negociação de ADRs entre investidores não americanos que tem ações da empresa brasileira no mercado de balcão. Um programa de ADRs de Nível I não permite a uma empresa efetuar uma oferta pública nos E.U.A. ou listar ADRs em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. Esta opção cria o menor número de obrigações para uma empresa estrangeira, não ficando sujeita as exigências de apresentação de relatórios das leis federais reguladoras de valores mobiliários dos E.U.A., oferecendo um menor número de benefícios. Em geral, esta opção é a maneira mais fácil para uma empresa estrangeira se apresentar no mercado de ações dos E.U.A. e a opção que a grande maioria de empresas estrangeiras escolhe ao acessar pela primeira vez o mercado de ações dos E.U.A.

b) Programa de ADRs de Nível II

Esta opção exige que uma empresa estrangeira apresente relatórios sob o *Exchange Act* e se qualifique para uma listagem de seus ADRs em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. Em geral, é menos comum para uma empresa estrangeira escolher esta opção ao ingressar inicialmente no mercado de ações dos E.U.A., já que muitas empresas estrangeiras investirão o tempo e o dinheiro exigidos para se tornarem empresas obrigadas a apresentar relatórios sob o

Exchange Act somente quando poderão obter benefício imediato para compensar este investimento, de captar recursos no mercado de ações dos E.U.A.

Esta opção geralmente é escolhida por uma empresa estrangeira quando não tem necessidade imediata de aumentar seu capital e que gostaria de se preparar para as exigências do mercado de ações dos E.U.A. ou quando planeja aumentar seu capital em um futuro próximo mas acredita que o mercado naquele momento subestima o valor da empresa.

Neste último caso existe frequentemente a crença de que estabelecer um mercado público para os ADRs de uma empresa estrangeira servirá para melhorar a imagem da empresa estrangeira, aumentar sua liquidez, elevar o preço da ação.

2. Programas de ADRs para a captação de recursos

Os programas de ADRs para captação de recursos envolvem o estabelecimento de mecanismos de recibos de depósito no contexto da distribuição de novas ações representadas pelos ADRs. Sob o *Securities Act*, a oferta e venda de ações nos E.U.A., assim como de ADRs, deve ser registrada na *SEC* ou isenta de registro, conforme o caso.

a) Programa de ADRs de Nível III

Esta opção envolve a captação de recursos no mercado aberto de ações dos E.U.A. e a listagem de ADRs em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. e exige que uma empresa estrangeira registre sua oferta pública sob o *Securities Act* e torne-se uma empresa obrigada a apresentar relatórios ao *Exchange Act*.

A divulgação exigida de uma empresa estrangeira sob esta opção não é muito diferente daquela exigida por um programa de ADRs de Nível II. A única informação substantiva exigida adicionalmente sob esta opção quando comparada com um programa de ADRs de Nível II se refere aos termos dos procedimentos da oferta pública e os acordos para a remuneração dos distribuidores de títulos.

Algumas empresas estrangeiras escolhem esta opção quando entram pela primeira vez no mercado de ações dos E.U.A., mas mais frequentemente esta opção a seguida quando uma empresa estrangeira estabeleceu um programa de ADRs de Nível I e/ou conduziu uma oferta privada conforme a Regra 144A de seus ADRs (mencionada abaixo) no mercado de ações dos E. U. A.

b) Programa de ADRs não registrados conforme a Regra 144A.

Regra 144A

Os papéis não registrados são emitidos via negociação direta entre os emissores e os investidores. Esses papéis não são negociados na *Securities and Exchange Commission* – SEC.

Em 1990 a *Securities and Exchange Commission* – SEC adotou a Regra 144A, na qual permitiu a colocação de emissões privadas consoante esta regra para serem negociadas entre grandes investidores, sendo estes considerados:

- ✓ Aqueles que possuíssem ativos superiores a \$100 milhões;
- ✓ Negociados entre investidores institucionais, denominados QIB – *Qualified Institutional Buyers*;
- ✓ Negociação entre fundos mútuos.

Conforme bem observou SHARPE, ALEXANDER e BAILEY¹², “com o passar do tempo a regra 144A trouxe liquidez para as colocações no mercado privado, aumentando a atratividade para estes títulos”.

Continuando as observações dos autores mencionados, historicamente o mercado de colocações privadas consiste predominantemente de títulos de renda fixa. Um grande volume de *high-yielding junk bonds*¹³, têm sido emitidos consoante a Regra 144A. Conforme estudo realizado por SHARPE, ALEXANDER e BAILEY, em 1996, pela primeira vez, foram emitidos mais *high-yield debt* consoante a Regra 144A do que através de outros tradicionais processos de emissão. No entanto, esta regra também tem sido aplicada para emissão de ações ordinárias. É o caso, principalmente, de corporações estrangeiras que em muitos casos não se adequam aos quesitos exigidos pela *Securities and Exchange Commission* – SEC, principalmente no que se refere a aplicação dos *disclosures* contidos nos Princípios Contábeis Norte-Americanos (US GAAP), que têm se utilizado de emissões primárias de ações ordinárias através da Regra 144A.

Esta opção envolve a captação de recursos em colocações privadas nos E.U.A. para grandes "compradores institucionais qualificados". Nesta opção, uma empresa estrangeira estabelecerá um mecanismo de depósito conforme a Regra 144A com um banco depositário de ADRs, porém

¹² Obra citada, página 488

¹³ São títulos de classificação baixa pela agências de *rating*, considerados como títulos secundários, mas muito utilizados em programas financeiros (*high yield programs*), com altos riscos e podendo proporcionar altos rendimentos. este assunto será mais explorado no item 2.2.7.

este mecanismo de depósito não será registrado na SEC sob o *Securities Act*, e a empresa estrangeira não se obrigará a apresentar relatórios sob o *Exchange Act*. Em alguns casos a empresa estrangeira pode escolher obter uma dispensa da obrigação de apresentar relatórios sob o *Exchange Act* que deverá conter as mesmas informações que a empresa estrangeira apresentou em seu país de origem.

Adicionalmente, quando mais do que uma quantidade mínima de ADRs é oferecida nos E.U.A., geralmente a empresa terá que passar por um processo de auditoria legal e preparar materiais de divulgação conforme um padrão que, com exceção das demonstrações financeiras a serem incluídas no documento de oferta, é muito similar ao que seria exigido para um programa de ADRs de Nível II ou III. Em muitos casos, uma oferta privada de ADRs conforme a Regra 144A nos E.U.A. será acompanhada de uma oferta concomitante de ações da empresa estrangeira feita fora dos E.U.A. de acordo com o Regulamento S sob o *Securities Act*.

VI. O que é um ADR e Porque uma Empresa Brasileira deve Considerar sua Utilização?

Um ADR é um recibo negociável emitido por um banco depositário de ADR para representar ações depositadas (ADSs) que representam um número específico de ações de uma empresa estrangeira, mantidas em depósito em um banco de custódia no mercado de origem da empresa estrangeira.

Um ADR pode representar uma ou mais ações de uma empresa estrangeira, ou este poderá representar uma fração de uma ação de uma empresa estrangeira, dependendo do preço das ações da empresa estrangeira em seu mercado de origem.

Um programa de ADRs que permite a emissão de ADRs em contrapartida ao depósito de ações torna as ações de uma empresa estrangeira um investimento mais atraente para investidores não americanos. Entre os benefícios dos ADRs estão os seguintes:

- ✓ Compensação e liquidação podem ser realizadas fora do país de origem da empresa estrangeira, sendo a negociação e liquidação realizada em dólares norte americanos;
- ✓ Todos os pagamentos de dividendos são convertidos pelo banco depositário em dólares norte americanos antes de serem efetuados;
- ✓ As informações relacionadas a empresa estrangeira são fornecidas aos investidores na língua inglesa;
- ✓ Para os investidores institucionais os ADRs são considerados títulos "domésticos" e não estão sujeitos a restrições impostas por suas políticas internas de investimento.

Os programas de ADRs podem ser patrocinados ou não. Nos programas patrocinados, o mecanismo de recibos de depósito é estabelecido e mantido pelo banco depositário de ADR nos termos do acordo entre o emissor das ações depositadas e o banco depositário de ADR.

Os programas não patrocinados são estabelecidos pelos bancos depositários de ADRs sem qualquer envolvimento do emissor das ações.

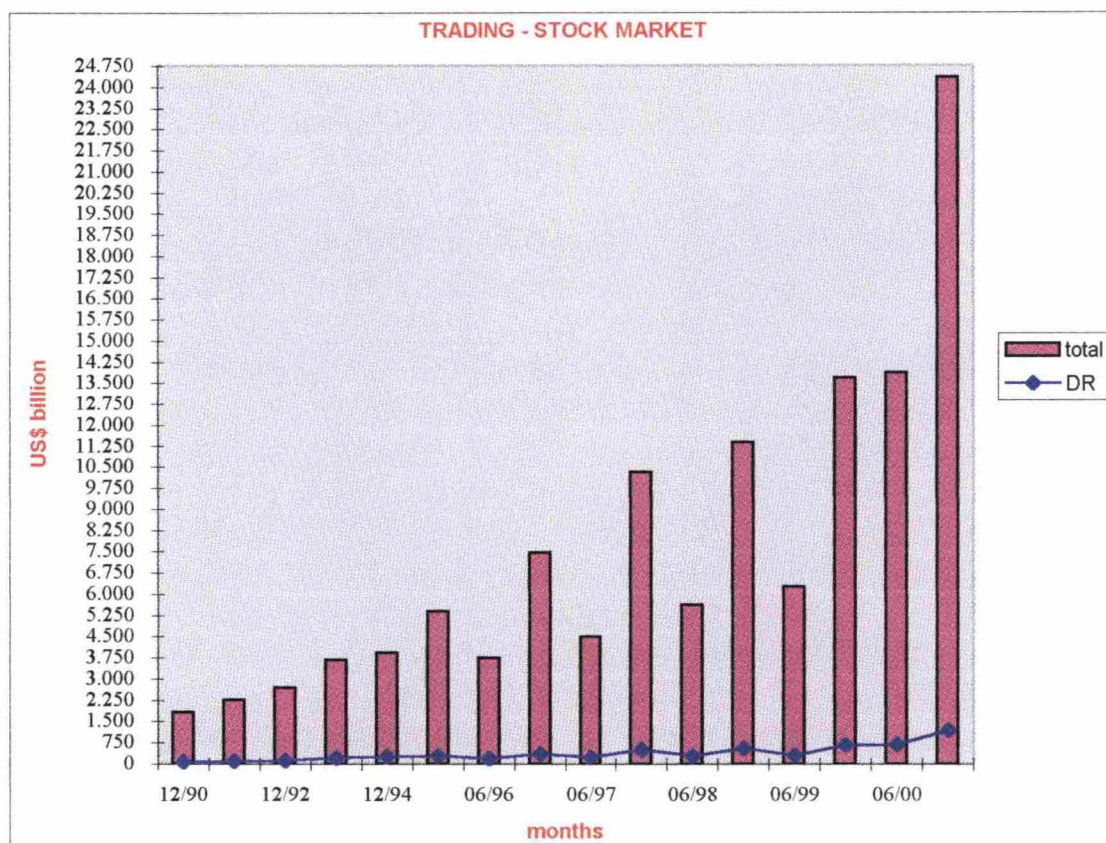
Procura por Recibos de Depósitos (DRs)

Consoante relatório publicado pelo *The Bank of New York* em dezembro de 2000¹⁴, a procura de investidores por Recibos de Depósitos está crescendo anualmente entre 30 e 40 por cento. Esta procura é dirigida pela propensão crescente de indivíduos e investidores institucionais para diversificar seus portfólios, reduzir riscos, bem como maximizar de uma maneira mais eficiente suas carteiras.

Muitos destes investidores têm restrições em investir em papéis fora dos EUA ou em papéis que não tenham como moeda principal o dólar. Desta forma, os Recibos de Depósito podem proporcionar a estes investidores um meio de diversificação de suas carteiras de investimento mais seguro.

Um dos grandes atrativos para os investidores propensos a investir fora dos EUA é o custo das operações com Recibos de Depósito, simplicidade, conveniência, liquidez, e risco operacional reduzido quando comparado ao risco de comprar e ações ordinárias custodiadas fora dos EUA.

¹⁴ **Fonte:** *The Bank of New York*, contatando Vincent Fitzpatrick - (212) 815-2122 ou Christopher Sturdy - (212) 815-2095 em New York, ou pelo site da Web <http://www.adrbny.com>.



Fonte: The Bank of New York

O quadro acima mostra de forma comparativa a evolução nos últimos dez anos do mercado financeiro americano e do mercado de Recibos de depósitos. Conforme se pode observar o mercado de Recibo de Depósitos representa cerca de 10% do total do mercado financeiro do EUA, o que há dez anos praticamente inexistia.

Oportunidades para investidor de Recibo de Depósito

Muitos investidores norte americanos têm restrições para comprar ações de empresas não americanas ou para comprar papéis fora dos EUA. Os Recibos de Depósitos são registrados e negociados conforme determinado no *Securities Act of 1933*. Sendo assim, as mesmas garantias que são oferecidas aos papéis de empresas americanas negociados no mercado financeiro dos EUA, serão também oferecidas aos Recibos de Depósitos emitidos por empresas não americanas negociados no mercado dos EUA.

Os Recibos de Depósito também podem ser usados em programas financeiros¹⁵, bem como em programas denominados como “acordos de *soft dollar*”¹⁶.

Definição de Recibo de Depósito

Os Recibos de Depósito (ADRs – *American Depositary Receipts* ou GDRs – *Global Depositary Receipts*) são certificados negociáveis de empresas não americanas que representam suportados em um papel de *debt* ou *equity*¹⁷.

Os Recibos de Depósito são títulos representativos de ações, negociados no mercado principal ou secundário (OTC – *Over the Counter*) em dólares norte americanos, pagando dividendos ou juros também em dólares, bem como sendo liquidado, transferido ou resgatado de acordo com as práticas e padrões norte americanos.

Os Recibos de Depósito evidenciam o mercado no qual as ações serão negociadas, bem como onde serão custodiadas. Eles também poderão ser negociados em mercado de não-dólar americano como o Reino Unido, Luxemburgo ou o Euromarket, onde eles ou são listados em uma bolsa de valores ou negociados em mercado secundário (OTC) entre *dealers* ou instituições.

Os tipos mais comuns de papéis de empresas não americanas negociados no mercado dos EUA podem ser apresentados como abaixo:

- ✓ **ADRs e GDRs:** os Recibos de Depósito e os Recibos de Depósito Globais são idênticos de um ponto de vista legal, operacional, técnico, e administrativo. A palavra "Global"; em lugar de "American"; é usada conforme a estratégia de lançamento dos papéis, como se verificará abaixo.
- ✓ **New York Shares:** as *New York Shares*, ao invés dos Recibos de Depósito, podem ser usadas por companhias não americanas com ações negociadas em outros mercados, para listar os papéis desta companhia em mercado dos EUA. Elas oferecem basicamente os mesmos benefícios que os Recibos de Depósito oferecem e operam semelhantemente a eles, mas não são tão eficientes devido aos passos extras envolvidos na determinação da diferença das práticas entre o país origem da empresa e as práticas do mercado financeiro

¹⁵ Estes programas também são denominados como *high yield program* e serão abordados no item 2.7

¹⁶ Estes programas de “acordos de *soft dollar*” permite aos investidores realizarem operações de *hedge* em seus portfólios.

¹⁷ Os conceitos de títulos de *debt* e *equity securities* encontram-se dispostos no Anexo IV.

norte americano para liquidação do papel, bem como para registro dos respectivos papéis. As *New York Shares* também oferecem menos flexibilidade para “americanizar” as ações emitidas pela companhia não americana, se comparado com os Recibos de Depósito. Adicionalmente, as *New York Shares* não são registradas consoante o *Securities Act of 1933* e como resultado podem sofrer restrições por alguns investidores, limitando sua atratividade.

Tipos de Recibos de Depósito

Atualmente no mercado norte americano podem ser encontrados cinco tipos de Recibo de Depósito:

1. **Un-sponsored:** são papéis emitidos por um ou mais depositários para atender a procura de mercado, mas sem um acordo formal com a companhia emissora dos papéis. Hoje, os Recibos de Depósito sob a forma *un-sponsored* não têm grande aceitação de mercado, principalmente por embutir altos custos de colocação.
2. **Sponsored:** são emitidos por um depositário indicado pela companhia, que é conhecido como um Acordo de Depósito ou contrato de prestação de serviços. Este tipo de papel proporciona à companhia emissora maior controle da operação, bem como maior flexibilidade para listar as ações em um dos mercado dos EUA e para aumentos de capital.
3. **Sponsored Nível I:** este é o método mais simples para companhias não americanas acessarem o mercado financeiro dos EUA, sendo geralmente negociados em mercado secundário (OTC). A empresa emissora de papéis no Nível I não necessita obedecer aos princípios de contabilidade norte americanos (US GAAP) nem as normas estabelecidas pela SEC americana. Os papéis negociados no Nível I permitem que a empresa crie um programa para captar investimentos sem mudar seu processo de informações. Estes papéis permitem a empresa acessar de forma mais rápida o mercado norte americano, sendo os mais negociados atualmente. Além disso, por causa dos benefícios proporcionados aos investidores, é comum os portfólios serem constituídos de 5% a 15% destes papéis.
4. **Sponsored Níveis II e III Depositary Receipts:** as companhias que desejarem listar seus Recibos de Depósito em uma bolsa de valores norte americana (NYSE ou NASDAQ, por exemplo), aumentar capital ou fazer uma aquisição utilizando ações, poderá utilizar os Recibos de Depósito nos Níveis II ou III. Estes papéis requerem registro na SEC americana, bem como apresentar suas demonstrações financeiras de acordo com os princípios contábeis norte americanos (US GAAP). Outra vantagem é que estes papéis podem ser listados em qualquer outro mercado financeiro fora dos EUA. O Nível II são

títulos listados, mas não envolvem aumento de capital novo. O Nível III desperta maior interesse de investidores norte americanos, pois atendem integralmente as normas da SEC, além de proporcionarem maior flexibilidade para negociação dos papéis.

5. ***Private Placement (Rule 144A) Depositary Receipts***: além dos três níveis de Recibos de Depósito *sponsored* que negociam publicamente os papéis, uma companhia pode também acessar os mercados norte americanos e outros fora do EUA através de uma colocação privada. Pela Regra 144A uma companhia pode aumentar capital e colocar ações de forma privada a investidores institucionais qualificados (*QIBs - Qualified Institutional Buyers*). A vantagem deste programa é que não requer a empresa emissora dos títulos a apresentação das demonstrações financeiras pelos princípios norte americanos (US GAAP), bem como que atenda as normas da SEC.

Negociação dos Recibos de Depósito

Emissão: os Recibos de Depósito são emitidos quando os investidores contratam um corretor para iniciar uma compra destas ações. Este por sua vez compra ações ordinárias representativas de Recibos de Depósito, que deverão ser entregues ao banco custodiante naquele país. O investidor não é envolvido na negociação *cross border* e recebe um preço firme para os Recibos de Depósito referentes a liquidação destes. O corretor que inicia a transação recebe dólares norte americanos do investidor na data de liquidação norte americana (T+3) e paga pelas ações ordinárias em moeda corrente local. O corretor que executa a operação assume responsabilidade pelo risco de câmbio associado para comprar as ações ordinárias. No mesmo dia que as ações são entregues para o banco depositário, o banco custodiante notifica o banco depositário. Após o recebimento de tal notificação, o banco depositário emite os Recibos de Depósito e os entrega ao corretor contratado que então os entrega ao investidor. Em alguns casos, em lugar de comprar as ações ordinárias no mercado local, o corretor já mantém uma posição existente de ações ordinárias e depósitos essas ações para conversão em Recibos de Depósito. A decisão para comprar as ações ordinárias fora dos EUA e os converter em Recibos de Depósito que compram Recibos de Depósito existentes então nos EUA normalmente é tomada pela área de operações da corretora que executa a ordem.

Transferência entre mercados: uma vez emitidos, os Recibos de Depósito podem ser negociados livremente nos mercados norte americano. Quando um Recibo de Depósito é vendido a outro investidor haverá simplesmente uma transferência do proprietário (o vendedor) para outro investidor (o comprador) de acordo com as regras norte americanas de liquidação e custódia de títulos. Esta negociação de Recibos de Depósito é conhecida como *intra market*

trading. Este tipo de transação é liquidado da mesma maneira como qualquer outra transação que envolva papéis norte americanos, em dólares e no terceiro dia útil depois da data da negociação através da DTC (*The Depository Trust Company*).

Cancelamento: quando os investidores quiserem vender seus Recibos de Depósito, eles devem notificar o corretor novamente. O corretor ou pode vender os Recibos de Depósito no mercado norte-americano por uma transação *intra market* (Recibos de Depósito para Recibos de Depósito), como previamente descrito, ou vender as ações que representam os Recibos de Depósito fora do EUA, normalmente no mercado interno do emissor, através de uma transação denominada *cross border*. Normalmente, o investidor não é envolvido neste tipo de negociação, recebendo um preço firme para os Recibos de Depósito. A decisão para vender as ações ordinárias fora do EUA, ao invés de vender os Recibos de Depósito no mercado norte americano, é feito pela área de operações da corretora que executa a ordem. Para encerrar a operação, o corretor norte americano liquida ou cancela os Recibos de Depósito no banco depositário com instruções para entregar as ações correspondentes ao comprador no mercado interno. O banco depositário cancela os Recibos de Depósito e instrui o banco custodiante para libertar as ações ordinárias correspondentes e as entregar ao corretor local que comprou as ações.

Negociação de Recibos de Depósito

Normalmente os Recibos de Depósito são emitidos e um número adequado àquele demandado pelo mercado, sendo normalmente emitido entre 4% a 8% das ações da companhia.

Por exemplo, se o preço em dólar das ações ordinárias no mercado interno é equivalente a \$12,28 por ação (sendo 1 Recibo de Depósito = 1 ação ordinária), e o Recibo de Depósito está sendo vendido a \$12,30, o corretor, ou para sua própria conta ou baseado na ordem de um investidor, comprará as ações ordinárias e venderá o Recibo de Depósito (os emitindo pelo banco depositário) até o preço das ações ordinárias aumentar para \$12,30 ou o preço do Recibo de Depósito reduzir para \$12,28.

Quando não houver nenhum diferencial de preço, é dito que os mercados estão em equilíbrio ou em paridade. Se o corretor estiver comprando para um investidor que fez um pedido de Recibo de Depósito, o corretor fará a compra no melhor preço de mercado.

Se a ordem for de tamanho suficiente, o corretor poderá trabalhar a ordem e obter melhor preço disponível nos mercados dos EUA ou em outro mercado local. Ele liquidará a operação entregando os Recibos de Depósito ao investidor em T+3. O corretor somente arbitrará entre o Recibo de Depósito e ações ordinárias se a diferença de preço for maior que os custos de transação envolveram ou se há liquidez insuficiente dos Recibos de Depósito mercado. A negociação por arbitragem (*cross border*) é normalmente invisível ao Recibo de Depósito do investidor, pois na maioria dos casos, o investidor recebe um preço firme ao fazer o pedido.

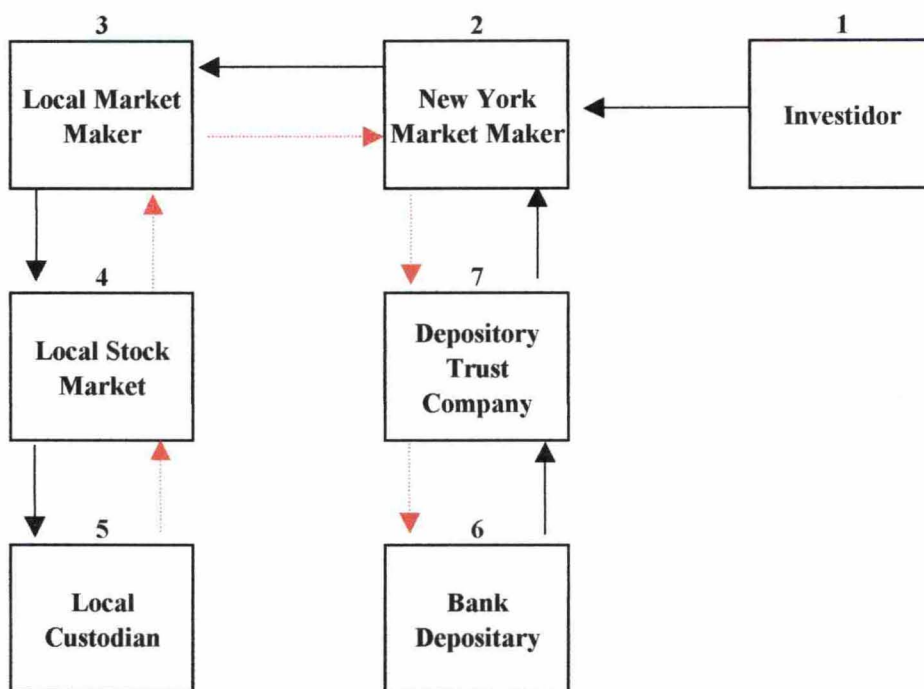
Ocorrem vezes em que o mercado mundial de Recibos de Depósito está aberto enquanto o mercado interno para ação ordinária está fechado. Neste caso, o preço de abertura do Recibo de Depósito estará baseado na cotação de encerramento do dia prévio no mercado interno. Igualmente, a cotação de encerramento do Recibo de Depósito também impactará o preço de abertura da ação ordinária quando o mercado interno abrir. Quando o mercado interno está fechado, o preço dos Recibos de Depósito flutuará baseado nas forças normais de oferta e procura e o fluxo de informação disponível.

Liquidez

A liquidez dos Recibos de Depósito é igual ou maior que a liquidez das ações ordinárias no mercado interno. Isto é devido ao fato de que os Recibos de Depósito são fungíveis como as ações ordinárias e podem ser emitidos ou cancelados de acordo com a demanda do investidor.

Para certas ações, o mercado norte americano se torna o principal mercado para negociação dos papéis. Neste caso, o mercado norte americano e o preço de negociação se torna o mercado primário.

Segue abaixo um exemplo ilustrativo de um fluxo da operação de emissão e negociação de *American Depositary Receipts* – ADRs:



Fonte: The Bank of New York

Conforme exemplo ilustrativo acima fornecido pelo *The Bank Of New York*, a liquidação da operação de emissão ou de cancelamento ocorre em três dias úteis, cujos passos podem ser identificados como abaixo:

Emissão de *Recibos de Depósito*

- 1) O investidor contrata um *broker* em *New York* para comprar os ADRs;
- 2) O *broker* de *New York* contrata um *broker* local para comprar um número equivalente de ações;
- 3) O *broker* local compra as ações no mercado financeiro norte americano;
- 4) As ações são depositadas em um “Banco Depositário Custodiante” no mercado onde forem negociadas;
- 5) Custódia dos créditos na conta de depósitos e notificação do depósito;
- 6) O depositário emite os ADRs e os entrega ao *broker* de *New York* através do DTC (*Depository Trust Company*);
- 7) O DTC credita os ADRs na conta do *broker* para fazer a liquidação no mercado norte americano.

Cancelamento de *Recibos de Depósito*

- 1) O investidor contrata um *broker* em *New York* para vender os ADRs (1);
- 2) O *broker* de *New York* contrata um *broker* local para vender um número equivalente de ações (2);
- 3) O *broker* de *New York* entrega os ADRs para o banco depositário através do DTC (7);
- 4) O DTC credita os ADRs na conta do banco depositário (6);
- 5) O banco depositário cancela os ADRs e instrui o custodiante para liberar e entregar o número equivalente de ações (5);
- 6) O custodiante libera as ações e as entrega ao *broker* local para a liquidação (4);
- 7) O *market-maker* local remete os procedimentos de venda para o *market-maker* em *New York* (3).

Emissão de ações

Quando uma empresa não americana completa um oferecimento de ações novas, parte das quais serão vendidas como *Recibos de Depósito* nos EUA ou no mercado internacional, a companhia entrega as ações ao banco depositário. O banco depositário emite os correspondentes *Recibos de Depósito* e os entrega aos seus subscritores. Desta forma será dado início a negociação dos referidos papéis no mercado, podendo ser emitidos, transferidos ou cancelados.

Mensuração do preço dos *Recibos de Depósito*

Preço do recibo de depósito = a ação ordinária convertida para dólares à taxa de câmbio prevalecente, na data da transação mais qualquer custo de transação

O preço de mercado de um *Recibo de Depósito* é equivalente ao preço da ação ordinária vezes a relação do *Recibos de Depósito* multiplicado pela taxa de câmbio aplicável mais qualquer custo de transação.

Esta fórmula representa a relação estimada teórica entre um *Recibo de Depósito* que é negociado nos EUA e a ação negociada no mercado local. Em alguns casos, o preço do *Recibo de Depósito* relativo ao preço da ação correspondente não seguirá a fórmula acima, pois a demanda do investidor pode ser maior em um mercado que no outro. Isto fará com que os *Recibos de Depósito* sejam negociados com um desconto (deságio) ou prêmio (ágio). Nestes

casos, haverá uma real oportunidade de uma operação de arbitragem ou de uma operação de *cross border*.

Quando existe uma oportunidade de arbitragem, os corretores internacionais e investidores comprarão os títulos pelo menor valor, vendendo-os por preço superior, apurando um resultado positivo denominado *riskless*, ou *cross border arbitrage*. Esta oportunidade de arbitragem provoca na ação negociada um aumento em valor, em razão de aumentar a demanda com desconto, enquanto a ação negociada com um prêmio diminui em valor devido a um aumento na pressão de venda.

Eventualmente, por causa deste processo de arbitragem contínuo e o fato de que cerca de 95% dos Recibos de Depósito negociados são realizados intra-mercado (Recibos de Depósito para Recibos de Depósito sem negociação *cross border*), o preço do Recibo de Depósito alcançará a paridade com o preço de ação ordinária no mercado e o valor adicional (*spread*) entre as duas ações será extinto.

Custos associados com investimento em Recibos de Depósito¹⁸

A lista abaixo apresenta os principais custos envolvidos em uma operação com Recibos de Depósito nos principais mercados norte americanos (NYSE, AMEX, NASDA):

- ✓ **Conversão de Recibos de Depósito (emissão/cancelamento):** esta taxa é cobrada pelo banco depositário na emissão ou cancelamento de Recibos de Depósito. Taxas de conversão associadas com a emissão e cancelamento de Recibos de Depósito normalmente não são suportadas pelo investidor, mas pelo corretor. Deve ser enfatizado que as taxas de emissão e de cancelamento só se aplicam a aproximadamente de 3% a 5% do volume de negociação total dos papéis. Os valores restantes (Recibos de Depósito para Recibos de Depósito sem execução de *cross border*) são realizados sem cobrança de taxas. Desta forma, as taxas de emissão e de cancelamento não afetam o preço do Recibo de Depósito. Segue abaixo exemplo de taxas cobradas no mercado norte americano:

¹⁸ Conforme relatório do *The Bank of New York*, disposto no site <http://www.bony.com/adr>.

Taxa para compra de Recibo de Depósito:

Preço do ADR	Taxa de corretagem
De \$0.01 a \$0.99	\$0.01 por recibo de depósito
De \$1.00 a \$2.99	\$0.02 por recibo de depósito
De \$3.00 a \$4.99	\$0.03 por recibo de depósito
De \$5.00 a \$9.99	\$0.04 por recibo de depósito
Acima de \$10.00	\$0.05 por recibo de depósito

Taxas para cancelamento:

Preço do ADR	Taxa de corretagem
De \$0.01 a \$4.99	\$0.03 por recibo de depósito
De \$5.00 a \$9.99	\$0.04 por recibo de depósito
Acima de \$10.00	\$0.05 por recibo de depósito

- ✓ **Taxa de custódia de Recibos de Depósito:** o banco depositário cobrará uma taxa para a guarda dos Recibos de Depósito. Normalmente é um valor fixo e mensal. A taxa é calculada multiplicando-se o valor de mercado da ação pelo custo de ponto base. Estes custos de ponto base diferem de custódia para custódia.
- ✓ **DTC Holding Fee:** a instituição fiduciária de depósito (*Depository Trust Company - DTC*) cobra uma taxa anual por emissão para o registro de ações contidas na conta de uma DTC. Esta despesa normalmente é incluída nas taxas pagas pelo banco custodiante. A taxa de DTC cobrada para Recibo de Depósito é igual àquela cobrada para ações ordinárias de empresas norte americanas.
- ✓ **Comissão de corretagem:** as mesmas comissões de corretagem se aplicam tanto para Recibos de Depósito como para ações ordinárias de empresas norte americanas.

Custos associados com investimento em ações ordinárias¹⁹

Segue abaixo lista das taxas e despesas relacionadas com a comprar e a venda de ações ordinárias:

- ✓ **Taxa de custódia:** normalmente é cobrada do investidor uma taxa de ponto base mensal para custódia das ações ordinárias. Esta taxa é calculada multiplicando o valor de mercado

¹⁹ Conforme relatório do *The Bank of New York*, disposto no site <http://www.bony.com/adr>.

da ação pelo custo de ponto base. Taxas de ponto base diferem de país para país e de custódia para custódia.

- ✓ **Taxa de liquidação de custódia:** esta taxa é cobrada nos casos da liquidação envolver operações for a dos EUA. A taxa é devida por ambas as partes envolvidas na operação (compra e venda).
- ✓ **Imposto de Certificação:** alguns países cobram um imposto na transferência de propriedade (*stamp duty tax*) que é liquidada pago pelo investidor.
- ✓ **Taxa de conversão FX:** é a taxa cobrada pelo corretor denominado FX que executa a transação de moeda corrente relacionada com a compra ou a venda de ações ordinárias.
- ✓ **Cobranças por serviços diversos:** há várias outras despesas não previstas nos regulamentos associadas com operações realizadas for a dos EUA. Estas taxas incluem, mas não se limitam a mensagens SWIFT, recuperação de imposto, dentre outras.
- ✓ **Custos indiretos:** além das muitas despesas diretas associadas com investimentos internacionais, existem também outros custos indiretos. Custos indiretos podem ser significativos e, em alguns casos, pode exceder os custos diretos. Estes custos incluem custo de operação não realizada, custo de oportunidade de fundos inativos, atraso no recebimento de valores por venda de ativos financeiros, dentre outros.
- ✓ **Comissão de corretagem:** comissões de Corretor tendem a ser mais alto para execuções de mercado locais.

Benefícios de custo de Recibos de Depósito comparado com ações ordinárias

Enquanto a maioria dos investidores, institucionais ou de venda a varejo, reconhece os benefícios da diversificação internacional, eles também consideram os obstáculos de investir diretamente em ações ordinárias. Estes obstáculos podem incluir determinações incompatíveis, conversões de moeda corrente caras, problemas com custódia, informações nem sempre precisas e suficientes, práticas de mercado pouco conhecidas, convenções fiscais não bem definidas, como também uma política de investimento interna que pode desencorajar instituições e investidores privados de se arriscar fora do mercado norte americano.

Recibos de Depósito superam a maioria, se não todos, os problemas e barreiras operacionais inerentes ao investimento internacional. Além disso, podem ser obtidos benefícios de custo significativos ao investir usando Recibos de Depósito internacionalmente em lugar de ações ordinárias em um mercado não americano.

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

Exemplo ilustrativo - Companhia XYZ²⁰

Montante da operação	\$50.000.000
Preço por recibo de depósito	\$58.50
Preço da ação ordinária	\$58.50
Razão	1 DR = 1 ação ordinária
Número de recibo de depósitos emitidos	854.701
Número de ações ordinárias equivalentes emitidas	854.701
Expectativa da taxa de retorno do papel	20%
Mercado local	França

Premissas: O estudo de caso seguinte assume que a compra dos Recibos de Depósito não pode ser feita nos EUA. Desta forma, as ações ordinárias teriam que ser compradas no mercado local do Recibo de Depósito criado.

Porém, como previamente mencionado, a maioria dos Recibos de Depósito possuem liquidez e volume de negócio necessários para executar uma ordem de compra ou de venda nos EUA em uma troca principal (NYSE, NASDAQ, AMEX). Neste caso, é sempre mais econômico a compra de Recibos de Depósito relativos a suas respectivas ações ordinárias.

Custo de emissão do recibo de depósito da Companhia XYZ

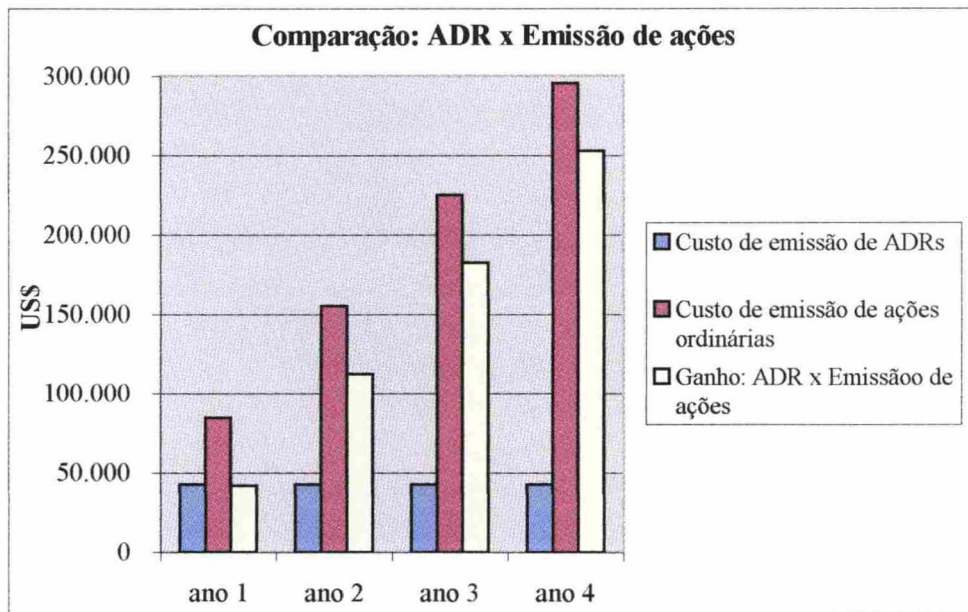
Taxa de conversão do recibo de depósito (\$0.05 por recibo de depósito)	\$42.735,05
Taxa do DTC (anual e por emissão)	\$10,00
Taxa de custódia do <i>safekeeping</i> do recibo de depósito (\$2.00 por mês)	\$24,00
Taxa de conversão do FX	n/a
Total dos custos do ano 1	\$42.769,05

Custo de emissão de ações ordinárias da Companhia XYZ

Taxa de custódia do <i>safekeeping</i> (0.007% por período)	\$35.000,00
Taxa de liquidação (por ano)	\$14.443,33
Taxa de conversão do FX (0.006% por período)	\$30.000,00
Custo de oportunidade (0.00105% por período) ^{*21}	\$5.250,00
Outros custos	\$15,00
Total dos custos do ano 1	\$84.708,33

²⁰ Este exemplo ilustrativo foi fornecido pelo *The Bank of New York*.

²¹ O custo de oportunidade de investimento representa os juros de fundos inativos não aplicados em momento oportuno devido a ineficiências de liquidação de operações.



Fonte: Bank of New York²²

O benefício inerente de Recibos de Depósito é que eles "americanizam" ações de empresas não americanas no mercado norte americano. Investidores que possuem Recibos de Depósito geralmente recebem o mesmo tipo e gama de serviços e podem utilizar seus Recibos de Depósito da mesma maneira como fazem com as ações ordinárias norte americanas. Os benefícios incluem:

- ✓ Recibos de Depósito são legalmente uma ação norte americana;
- ✓ Recibos de Depósito são líquidos, negociados no mercado americano e de acordo com os padrões e determinações norte americanos;
- ✓ São feitas todas as determinações e pagamentos de dividendo em dólares;
- ✓ Os custos FX são eliminados. Nenhuma transação de moeda corrente ou despesas associadas incorrerem para compras e de vendas;
- ✓ Menor custo de custódia;
- ✓ Comissões de corretagem são geralmente mais baixas nos EUA que em mercados não norte-americanos;
- ✓ A comissão para Recibos de Depósito é idêntica a das ações ordinárias norte-americanas;

²² Os investimentos em Recibos de Depósito iniciam no quarto mês. O investimento de \$41,939.28 é realizado ao final do primeiro ano e continua aumentando e acumula ao longo dos quatro anos.

2.2.1. Nível I - *Sponsored* ADR

Conforme mencionado acima, um programa de ADRs de Nível I serve unicamente para facilitar a negociação no mercado secundário das ações de uma empresa estrangeira no mercado de balcão dos E.U.A. Neste tipo de programa de ADRs não existe nenhuma captação de recursos no mercado de ações dos E.U.A. a nenhuma listagem dos ADRs da empresa estrangeira em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. Por essa razão, não necessita tornar-se uma empresa obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act*.

O que Oferece um Programa de ADRs de Nível I?

Um programa de ADRs de Nível I não será apropriado para uma empresa estrangeira caso seu objetivo imediato seja captar recursos ou estabelecer uma presença no mercado aberto nos E.U.A. para negociação entre investidores norte-americanos. Contudo, um programa de ADRs de Nível I oferece varias vantagens para uma empresa estrangeira que deseja ter acesso ao mercado de ações dos E.U.A. em uma data futura ou que pode não ter tornado a decisão mas gostaria de obter mais experiência a informação com relação são mercado de ações dos E.U.A. antes de decidir. A seguir estão algumas destas vantagens:

- ✓ **Facilita a negociação no mercado secundário.** Um programa de ADRs de Nível I, facilita para investidores não americanos investir em ações de empresas estrangeiras, aumentando portanto a liquidez potencial das ações. Deve ser observado que apesar dos ADRs de Nível I serem negociados entre os investidores do mercado aberto de ações dos E.U.A., os ADRs somente podem ser negociados no mercado de balcão e não nas bolsas de valores nacionais dos E.U.A., que apresentam muito maior liquidez.
- ✓ **Difunde o nome da empresa estrangeira entre os investidores norte-americanos.** Um programa de ADRs de Nível I difundirá o nome da empresa estrangeira na comunidade de investidores dos E.U.A. Investidores, corretores, analistas a bancos de investimentos com atuação no mercado de investimentos internacional, assim como os bancos depositários de ADRs, circulam informações regularmente com relação as empresas estrangeiras cujas ações são negociadas no mercado de capitais dos E.U.A. sob a forma de ADRs. Os investidores e analistas norte-americanos também ficam mais inclinados a mostrar interesse por empresas estrangeiras com programas de ADRs de Nível I, pois a decisão destas empresas de estabelecer um programa de ADRs indica interesse a possivelmente maior comprometimento futuro com relação são mercado de ações dos E.U.A.

- ✓ **Permite a Empresa Estrangeira Avaliar o Interesse dos Investidores Norte-Americanos.** O estabelecimento do programa de ADRs de Nível I permite a uma empresa estrangeira avaliar o interesse potencial de investidores não americanos nas ações da empresa. Uma empresa estrangeira pode avaliar este interesse a partir da negociação de ações dentro do programa assim como a partir do maior contato com os investidores e analistas norte-americanos que acompanharão o estabelecimento de tal programa.
- ✓ **O processo de ingresso no mercado aberto de ações dos E.U.A.** O estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I inicia o processo que permite a empresa acessar o mercado de ações dos E.U.A. Tal programa não somente atrai as atenções dos investidores e analistas não americanos, mas também auxilia a empresa estrangeira a direcionar a atenção de sua própria administração para a questão de como os mercados de capital dos E.U.A. podem contribuir para o futuro da empresa.

Exigências legais de documentação

O estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I exige que uma empresa estrangeira submeta a SEC um pedido de registro no Formulário F-6 do *Securities Act* a respeito dos ADRs e obter uma dispensa das obrigações de apresentar relatórios sob o *Exchange Act* que será condicionada a que a empresa forneça certas informações divulgadas em seu país de origem à SEC na forma permitida pela Regra 12g3-2(b) sob o *Exchange Act*.

O Formulário F-6 para pedidos de registro consiste essencialmente do contrato de depósito que indica o conjunto de serviços prestados pelo banco depositário de ADRs e, diferente do pedido de registro exigido quando uma empresa estrangeira oferece ações ao público ou lista suas ações no mercado aberto de ações dos E.U.A., não contém informações relacionadas a empresa estrangeira cujas ações serão depositadas no programa de ADRs.

A dispensa conforme a Regra 12g3-2(b) exige que a empresa estrangeira forneça à SEC para estabelecer o programa de ADRs de Nível I e, após o estabelecimento, prossiga fornecendo de forma continuada, qualquer informação que a empresa fornece ou a obrigada a fornecer a seus acionistas ou de outra forma divulgue em seu país de origem.

Processo para estabelecer um programa de ADRs de Nível I

As partes que participam no processo de estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I são a empresa estrangeira, seus advogados norte-americanos e o banco depositário de ADRs e seu advogados norte-americanos. Adicionalmente, a SEC revisará o pedido de registro no Formulário F-6 relacionado ao programa de ADRs de Nível I e também revisará o pedido de dispensa na forma da Regra 12g3-2(b). As etapas principais deste processo para uma empresa estrangeira são as seguintes:

1. **Selecionar um banco depositário de ADRs.** A seleção do banco depositário de ADRs é crítico no processo de estabelecimento de um programa de ADRs. Existe no mercado um número relativamente reduzido de bancos depositário de ADRs que proporcionam o nível mais sofisticado de serviços de ADRs. As vantagens de cada um dos bancos depositário de ADRs variam de mercado para mercado e a qualidade do conjunto de serviços que cada banco presta também varia. Uma empresa estrangeira que pretende estabelecer um programa de ADRs de Nível I deve obter propostas de pelo menos dois a três bancos depositário de ADRs e, se possível, visitar os bancos para conhecer suas operações.
2. **Contratar assessoria jurídica norte americana.** É importante que na fase inicial do processo a empresa estrangeira contrate advogados americanos experientes no mercado de ADRs e, de preferência, familiarizados com o país de origem da empresa estrangeira. Esta assessoria pode auxiliar a empresa estrangeira a selecionar o banco depositário de ADRs, negociar um contrato de designação de agente financeiro com o banco depositário de ADRs a negociar o contrato de depósito de ADRs.
3. **Rever as propostas dos bancos depositários de ADRs e negociar o contrato de designação de agente financeiro.** Uma vez que a empresa estrangeira selecionou o banco depositário de ADRs (baseada nas propostas iniciais a nos fatores mencionados acima) geralmente iniciará a negociação do contrato de designação de agente financeiro com o banco depositário de ADRs. Os itens geralmente incluídos nestas negociações compreendem a natureza dos serviços a serem prestados de forma continuada à empresa estrangeira, o custo destes serviços, as tarifas a serem cobradas pelo banco depositário de ADRs são detentores de ADRs pelos vários serviços (exemplo, a criação e o cancelamento de ADRs e os pagamentos de dividendos) e se o banco depositário de ADRs participará nos custos e despesas incorridos pela empresa estrangeira são estabelecer um programa de ADRs.

4. **Rever o contrato de depósito de ADRs e o pedido de registro no Formulário F-6.** O contrato de depósito de ADRs e o pedido de registro no Formulário F-6 serão preparados pelos advogados do banco depositário de ADRs e enviados à empresa estrangeira a seus advogados norte-americanos para revisão e comentários. Os termos de contratos de depósito são bastante padronizados no mercado, mesmo em vários países e entre os bancos depositários de ADRs, embora modificações possam ser exigidas para refletir particularidades da empresa estrangeira ou das leis do local de origem da empresa que são relevantes no conjunto de mecanismos de depósito de ADRs. Apesar da natureza em geral padronizada do contrato de depósito, as empresas estrangeiras devem investir o tempo necessário para entender profundamente a operação do contrato de depósito de ADRs e suas responsabilidades sob tal contrato.

5. **Obter a dispensa Prevista na Regra 12g3-2(b).** O pedido de registro no Formulário F-6 exige que uma empresa estrangeira que anteriormente emitiu ações suscetíveis de depósito no programa de ADRs se torne uma empresa obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act* ou obtenha uma dispensa da obrigação de apresentação de relatórios conforme a Regra 12g3-2(b). No caso de um programa de ADRs de Nível I a empresa estrangeira não está obrigada a apresentar relatórios e, portanto, teria de obter uma dispensa na forma da Regra 12g3-2(b). O requerimento para dispensa é preparado pelos advogados da empresa estrangeira e submetido à *SEC* para determinar se a submissão está completa (a *SEC* não revisa nem comenta o conteúdo das informações submetidas). Geralmente a *SEC* revisará um requerimento sob a Regra 12g3-2(b) dentro de 30 dias após entrega. Uma vez que a *SEC* estiver satisfeita, a *SEC* emitirá à empresa estrangeira um número de identificação sob a Regra 12g3-2(b) que é específico para cada empresa estrangeira. A *SEC* completará sua revisão e aprovará o pedido de registro no Formulário F-6 somente depois que a empresa estrangeira tenha completado a submissão na forma da Regra 12g3-2(b). Na prática, a preparação do requerimento referente à Regra 12g3-2(b) é um item que pode alongar consideravelmente o processo de estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I.

6. **Obter as necessárias autorizações societárias e governamentais.** Uma empresa estrangeira deverá obter as necessárias autorizações societárias e governamentais para o estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I. Este processo, dependendo da complexidade das autorizações necessárias, também pode acrescentar muito tempo ao processo de estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I.

2.2.2. Nível II – *Listed* ADR

Um programa de ADRs de Nível II tem a intenção de estabelecer um mercado aberto de negociação para as ações de uma empresa estrangeira nos E.U.A. por meio da listagem dos ADRs da empresa estrangeira em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. Como resultado da listagem, a empresa estrangeira ficará obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act*. Assim como no caso de um programa de ADRs de Nível I, um programa de ADRs de Nível II não envolve a captação de recursos no mercado de ações dos E.U.A.

Programa de ADRs de Nível II

Um programa de ADRs de Nível II é apropriado para uma empresa estrangeira que sabe que em algum momento futuro desejará ter acesso a mercados abertos dos E.U.A., com o objetivo de desenvolver um mercado aberto de negociação para seus títulos nos E.U.A., visando melhorar sua liquidez e o preço de suas ações e também para se preparar para uma oferta pública futura.

Seguem algumas vantagens oferecidas por um programa de ADRs de Nível II para uma empresa estrangeira:

- ✓ **Liquidez no mercado aberto.** Um programa de ADRs de Nível II, tal como um programa de ADRs de Nível I, facilita a negociação no mercado secundário das ações de uma empresa estrangeira entre os investidores atuais. Contudo, um programa de ADRs de Nível II proporciona liquidez superior porque os ADRs são negociados em um ambiente de muito maior liquidez, as bolsas de valores nacionais dos E.U.A., ao invés de simplesmente no mercado de balcão.

- ✓ **Prepara para Futuras Ofertas Públicas nos E.U.A. e Para o Processo de Registro de Prateleira nos E.U.A.** Ao se tornar uma empresa obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act* e prestar todos os relatórios exigidos por pelo menos um ano, uma empresa estrangeira que estabelece um programa de ADRs de Nível II se qualifica para usar o processo de "registro de prateleira" (*shelf registration*) estabelecido pela SEC. De modo geral, este processo permite a um "emissor maduro" (*i.e.*, um que tem apresentado relatórios pelo período mínimo mencionado acima) registrar antecipadamente uma quantidade de valores mobiliários que podem ser oferecidos a qualquer hora ("retirados da prateleira") sem que a oferta futura seja submetida à aprovação da SEC. Um valor total de valores mobiliários pode ser registrado sem alocar uma porção específica deste valor a qualquer tipo específico de valor mobiliário que possa ser oferecido no futuro. O processo

de registro de prateleira confere tremenda flexibilidade a empresas no processo de ofertas e lhes permite ter acesso ao mercado aberto dos E.U.A. muito rapidamente para poderem tirar vantagem de breves janelas de oportunidades no mercado.

- ✓ **Demonstra um nível maior de comprometimento com os mercados dos E.U.A.** Ao estabelecer um programa de ADRs de Nível II, uma empresa estrangeira demonstra um nível maior de comprometimento com o mercado aberto dos E.U.A. que deverá contribuir para que esta seja observada com maior interesse por investidores e analistas norte americanos. Este maior interesse por parte dos investidores e analistas norte americanos pode contribuir para melhorar a liquidez e o preço das ações da empresa estrangeira no mercado dos E.U.A. Em alguns casos, contudo, a falta de uma oferta pública no mercado dos E.U.A. pela empresa estrangeira pode limitar o volume de negociação das ações da empresa estrangeira no mercado aberto dos E.U.A.

- ✓ **Melhora o preço das ações antes da oferta pública.** Em alguns casos uma empresa estrangeira pode se dispor a assumir a obrigação de apresentar relatórios sob o *Exchange Act* porque planeja em uma data futura captar recursos no mercado aberto dos E.U.A. mas poderá não desejar efetuar uma oferta pública no momento específico por crer que os investidores não americanos subestimam o valor da empresa. Ao se tornar uma empresa obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act* e ao listar seus ADRs em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A., uma empresa estrangeira fornecerá ao mercado aberto dos E.U.A. uma grande quantidade de informações sobre si mesma e seus negócios, auxiliando portanto os investidores e analistas a entender melhor e avaliar a empresa estrangeira. De resto, uma listagem no mercado aberto dos ADRs de uma empresa estrangeira deve contribuir para melhorar a liquidez, o que também serve para elevar o preço das ações da empresa estrangeira.

Exigências legais e de documentação

Uma empresa estrangeira que estabelece um programa de ADRs de Nível II deverá protocolar um pedido de registro no Formulário F-6 sob o *Securities Act* a respeito dos ADRs, da mesma forma como no caso do estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I, mas ao invés de obter a dispensa da obrigação de apresentar relatórios sob o *Exchange Act* na forma da Regra 12g3-2(b) a empresa estrangeira deve apresentar relatórios sob o *Exchange Act* protocolando um pedido de registro no Formulário 20-F do *Exchange Act*.

Por fim, uma empresa estrangeira deve registrar um requerimento de listagem e obter aprovação para a listagem de suas ações em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A.

Processo para estabelecer um programa de ADRs de Nível II

O processo para estabelecer um programa de ADRs de Nível II é mais complexo do que o processo para estabelecer um programa de ADRs de Nível I, dado que a empresa estrangeira deve, além dos itens exigidos para um programa de ADRs de Nível I, também se registrar como uma empresa obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act* e obter uma listagem em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A.

Como resultado, além das partes que participam no processo de estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I, um programa de ADRs de Nível II também envolve a participação de auditores externos da empresa estrangeira, que deverão preparar as demonstrações financeiras conforme U.S. GAAP ou as demonstrações financeiras de reconciliação com U.S. GAAP.

As etapas principais deste processo para uma empresa estrangeira são as seguintes:

1. **Selecionar um banco depositário de ADRs.** O processo de seleção de um banco depositário de ADRs e a negociação do contrato de designação de agente financeiro são muito similares ao que ocorre no processo de estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I.
2. **Contratar assessoria jurídica norte americana.** Este item é também similar ao do programa de ADRs de Nível I. A diferença principal, contudo, é que no programa de ADRs de Nível II a assessoria jurídica não americana da empresa estrangeira também preparará o pedido de registro no Formulário 20-F sob o *Exchange Act*; coordenará o processo de análise pela SEC; preparará o requerimento para listagem em uma das bolsas de valores nacionais dos E.U.A. e coordenará o processo de análise pela bolsa de valores.
3. **Verificar o contrato de depósito de ADRs e o pedido de registro no Formulário F-6.** Este processo, e a forma do contrato de depósito de ADRs, são substancialmente os mesmos do programa de ADRs de Nível I.

4. **Pedir o registro no Formulário 20-F sob o *Exchange Act*.** Ao invés de obter uma dispensa na forma da Regra 12g3-2(b), uma empresa estrangeira protocolará na *SEC* um pedido de registro no Formulário 20-F sob o *Exchange Act*. O Formulário 20-F exige a divulgação de uma ampla variedade de informações relacionadas à empresa estrangeira e seus negócios, mas o aspecto da divulgação que demanda maior tempo será a preparação das informações e demonstrações financeiras exigidas pela *SEC*. Em geral, dado o tempo exigido para a preparação destas demonstrações financeiras e as dificuldades que podem surgir no processo, uma empresa estrangeira deve começar por esta etapa do processo. O pedido de registro no Formulário 20-F será preparado pela empresa estrangeira e seus advogados norte-americanos e submetido à *SEC* para análise. A *SEC* geralmente analisará o pedido de registro no Formulário 20-F e fornecerá comentários em trinta dias após o pedido de registro.

5. **Obter a aprovação para listagem em uma bolsa de valores dos E.U.A.** Uma empresa estrangeira a seus advogados não americanos deverão preparar a submeter um requerimento de listagem a uma das bolsas de valores nacionais dos E.U.A. O processo de análise do requerimento de listagem consiste essencialmente em uma análise pela bolsa da capacidade da empresa estrangeira de atender às exigências quantitativas de listagem (por exemplo, capitalização, desempenho histórico dos lucros a dispersão da propriedade das ações) e exigências qualitativas de listagem (por exemplo, direitos dos acionistas, obrigações de prestar informações a conselhos fiscais independentes). A empresa estrangeira será obrigada a pagar certas despesas de listagem e assinar um termo de compromisso de listagem confirmando o atendimento às exigências de listagem da bolsa, concordando em observar as normas da bolsa. O processo de listagem na bolsa pode ser geralmente completado dentro do cronograma necessário para a preparação a análise pela *SEC* do pedido de registro no Formulário 20-F sob o *Exchange Act*.

6. **Obter as necessárias autorizações societárias e governamentais.** Como no caso de um programa de ADRs de Nível I, uma empresa estrangeira deverá obter todas as autorizações societárias e governamentais necessárias para o estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I.

2.2.3. Nível III

Um programa de ADRs de Nível III envolve uma oferta pública (que poderá ser tanto uma oferta primária como secundária) no mercado de ações dos E.U.A. e a listagem dos ADRs de uma empresa estrangeira em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. Este tipo de programa exige que uma empresa estrangeira registre sua oferta pública sob o *Securities Act* e torne-se uma empresa obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act*, e representa o mais alto nível de envolvimento de uma empresa estrangeira no mercado aberto de ações dos E.U.A.

Vantagens de um programa de ADRs de Nível III

As maiores vantagens oferecidas por um programa de ADRs de Nível III a uma empresa estrangeira são as seguintes:

- ✓ **Recebimento imediato de capital.** Com um programa de ADRs de Nível III uma empresa estrangeira e/ou os acionistas que vendem suas ações podem captar recursos como resultado de uma oferta pública.
- ✓ **Ampliação da base de investidores norte americanos.** Dependendo do tamanho da oferta e dos esforços de distribuição, uma empresa estrangeira pode ampliar imediatamente sua base de investidores não americanos.
- ✓ **Início da contagem de tempo para qualificar-se para o "registro de prateleira".** Ao estabelecer um programa de ADRs de Nível III uma empresa estrangeira iniciará a apresentação de relatórios sob o *Exchange Act* iniciando o processo de se tornar um "emissor maduro" que, após o término do período mínimo de um ano, permitirá a utilização do processo de "registro de prateleira" da *SEC* pela empresa estrangeira.
- ✓ **Obtenção de maior visibilidade no mercado dos E.U.A.** Com um programa de ADRs de Nível III uma empresa estrangeira alcança um alto nível de visibilidade entre os investidores e analistas não americanos.

Exigências legais e de documentação

As exigências para estabelecer um programa de ADRs de Nível III incluem:

- ✓ Protocolo junto à *SEC* de um pedido de registro com respeito aos ADRs no Formulário F-6 como no caso do estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I ou II;
- ✓ Protocolo pela empresa estrangeira junto à *SEC* de um pedido de registro (geralmente no Formulário F-1) para registrar a oferta pública;
- ✓ Registro da empresa estrangeira para se tornar uma empresa obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act* (em virtude da listagem na bolsa de valores nacional dos E.U.A. será permitida à empresa estrangeira a utilização de um pedido de registro em um formulário resumido ao invés do pedido de registro no Formulário 20-F);
- ✓ Preparação das demonstrações financeiras da empresa estrangeira de acordo com, ou reconciliadas com os U.S. GAAP; e
- ✓ Realização da listagem dos ADRs em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A.

Processo para estabelecer um programa de ADRs de Nível III

O processo para estabelecer um programa de ADRs de Nível III é mais complexo do que aquele usado para os programas de ADRs de Nível I ou II, em virtude do elemento adicional da oferta pública nos E.U.A.

Devido à oferta pública, os distribuidores de títulos e seus advogados norte americanos serão participantes adicionais neste processo. O tipo e a extensão das informações gerais e contábeis fornecidas pela empresa estrangeira em um programa de ADRs de Nível II ou III são praticamente iguais ao tipo e à extensão das informações em um programa de ADRs de Nível III.

O processo de seleção de um banco depositário de ADRs, contratação de advogados norte americanos, revisão do contrato de depósito de ADRs, protocolo do pedido de registro no Formulário F-6, e a listagem em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. é praticamente igual às etapas correspondentes no processo de estabelecimento de um programa de ADRs de Nível II.

As etapas principais adicionais do processo de estabelecimento de um programa de ADRs de Nível III para uma empresa estrangeira são as seguintes:

1. **Registrar a oferta pública mediante pedido de registro no Formulário F-1 sob o *Securities Act*.** A oferta pública inicial de ADRs por uma empresa estrangeira deve ser registrada sob o *Securities Act* mediante um pedido de registro no Formulário F-1. As

informações referentes à empresa estrangeira contidas no pedido de registro no Formulário F-1 são, na prática, basicamente idênticas àquelas conferidas no pedido de registro no Formulário 20-F sob o *Exchange Act*. A única informação adicional significativa é relativa aos distribuidores de títulos, são procedimentos da oferta pública planejada e aos arranjos para a remuneração dos distribuidores de títulos. O prospecto que é distribuído aos investidores com relação à oferta está contido no pedido de registro no Formulário F-1.

2. **Participar no processo de auditoria legal dos distribuidores de títulos.** Com a finalidade de estabelecer certos argumentos para se defender de processos que possam ser movidos por investidores com base na suposta insuficiência da divulgação de informações contra os distribuidores de títulos sob as leis federais de valores mobiliários dos E.U.A., os distribuidores de títulos e seus advogados não americanos conduzirão um processo de auditoria legal segundo a prática dos E.U.A. A empresa estrangeira e seus advogados não americanos participarão deste processo, que envolve uma análise extensiva da empresa estrangeira e de seus negócios, exigindo reuniões com a administração da empresa estrangeira e a revisão de uma grande quantidade de contratos e arquivos da empresa pelos distribuidores de títulos e seus advogados não americanos.
3. **Negociar e assinar a documentação da distribuição.** Os advogados dos distribuidores de títulos não americanos prepararão um contrato de subscrição relativo à compra de ADRs pelos distribuidores de títulos da empresa estrangeira e sua subsequente revenda pelos distribuidores de títulos aos investidores. Este contrato geralmente contém, entre outros itens, declarações, garantias e obrigações da empresa estrangeira e de qualquer acionista vendedor com referência à empresa estrangeira, seus negócios e os ADRs que serão vendidos; condições para a obrigação de compra dos distribuidores de títulos, inclusive uma exigência de apresentação de certos pareceres e certificados por ocasião da liquidação financeira; e a obrigação de indenizar os distribuidores de títulos assumida pela empresa estrangeira em relação a certas despesas que possam advir do processo de oferta. Este acordo geralmente inclui um dispositivo de "trancamento" ou *lock-up* que proíbe à empresa estrangeira, e qualquer acionista vendedor ou controlador, durante um período de tempo estipulado oferecer ou vender quaisquer outros valores do tipo ou relacionados ao tipo de ações da classe comprada e revendida pelos distribuidores.

Programas de ADRs não registrados conforme a Regra 144A e o Regulamento S

Empresas estrangeiras que desejarem captar recursos em mercados dos E.U.A. mas não quiserem estar sujeitas às exigências de registro sob o *Securities Act* e sob o *Exchange Act* poderão fazê-lo através de ofertas privadas enquadradas sob certas isenções do dever de registro sob o *Securities Act*.

Estes tipos de ofertas nos E.U.A. geralmente são feitas somente para grandes *QIBs* (conforme definidos acima) e são conduzidas de maneira a permitir a revenda destas ações a outros *QIBs* de acordo com a Regra 144A sob o *Securities Act*.

Estas ofertas geralmente são estruturadas, conduzidas e documentadas de maneira muito similar a uma oferta pública nos E.U.A., exceto pelo fato de que nenhum pedido de registro é protocolado junto à SEC e a oferta pode ser feita somente de forma privada a grandes compradores institucionais.

Freqüentemente uma empresa estrangeira oferecerá, simultaneamente uma oferta sob a Regra 144A, ADRs fora dos E.U.A. de acordo com o Regulamento S sob o *Securities Act* (uma regra que isenta de registro sob o *Securities Act* ofertas e vendas de ações feitas fora dos E.U.A.).

Quando as ações de uma empresa estrangeira estão sendo vendidas na forma de ADRs em uma oferta na forma da Regra 144A ou do Regulamento S, programas não registrados de ADRs de circulação restrita conforme a Regra 144A e de ADRs do Regulamento S serão estabelecidos com um banco depositário.

Os termos dos contratos de depósito utilizados nestes programas são geralmente similares àqueles utilizados nos programas de Nível I, II e III, embora certas modificações se incluam para tratar da relação do programa com a Regra 144A e o Regulamento S.

Adicionalmente, várias restrições são aplicáveis a estes programas e às revendas de ADRs pelos investidores de forma a impedir o "vazamento" de ações de circulação restrita para o mercado aberto dos E.U.A. O programa baseado na Regra 144A e o programa baseado no Regulamento S não são registrados junto à SEC.

Vantagens da oferta privada de ADRs conforme a Regra 144A

A vantagem básica que uma oferta privada de ADRs conforme a Regra 144A oferece a uma empresa estrangeira é permitir à empresa estrangeira captar recursos no mercado de ações dos E.U.A. sem estar sujeita às exigências de registro sob o *Securities Act* ou sob o *Exchange Act*.

Outras vantagens que resultam do estabelecimento de um programa de ADRs de circulação restrita conforme a Regra 144A, similares àquelas que resultam do estabelecimento de um programa de ADRs de Nível I, são que o nome da empresa estrangeira é difundido, o interesse dos investidores não americanos nas ações da empresa estrangeira pode ser avaliado pelo volume de negociações sob o programa e a empresa estrangeira e sua administração podem se tornar mais familiarizados com o mercado de ações dos E.U.A. e as expectativas e exigências dos investidores e analistas não americanos através do estabelecimento do programa de ADRs de circulação restrita conforme a Regra 144A.

As maiores desvantagens de uma oferta privada de ADRs conforme a Regra 144A comparada a uma oferta pública registrada de ADRs é que o custo de captar recursos no mercado privado de *QIBs* geralmente é mais alto do que o custo no mercado público registrado, e a liquidez dos ADRs de circulação restrita conforme a Regra 144A é limitada já que os ADRs não são listados em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A. e geralmente podem ser revendidos nos E.U.A. somente entre *QIBs*.

Exigências legais e de documentação

Existem poucas exigências formais para um programa de ADRs não registrado, mas tais programas em geral incluem o seguinte:

- ✓ **Divulgação de informações similar a uma oferta pública.** A oferta de ADRs será efetivada por meio de um documento de oferta, e será conduzida de acordo com a Regra 144A e o Regulamento S sob o *Securities Act* e as recomendações da SEC a respeito de tais normas. O documento de oferta não será registrado junto a SEC mas deverá divulgar informações similares àquelas exigidas por uma oferta pública de ações nos E.U.A. (com a importante exceção da falta de exigência de demonstrações financeiras na forma prescrita pela SEC), incluindo uma descrição dos termos e condições dos ADRs.
- ✓ **Negociação pela PORTAL.** Uma solicitação deve ser feita para que as ações vendidas de acordo com a Regra 144A possam subsequentemente ser negociadas pelos *QIBs* através do

sistema de negociação privado PORTAL do National Association of Securities Dealers, Inc. (o que não equivale a uma listagem em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A.).

- ✓ **Dispensa da forma da Regra 12g3-2(b).** Em conexão com o estabelecimento de um programa de ADRs não registrado, uma empresa estrangeira deve concordar em fornecer certas informações financeiras para investidores de acordo com a Regra 144A ou obter uma dispensa da exigência de apresentar relatórios sob o *Exchange Act* de acordo com a Regra 12g3-2(b).

Processo para realizar uma oferta privada de ADRs conforme a Regra 144A

O processo para estabelecer um programa de ADRs não registrado conforme a Regra 144A no mercado de ações dos E.U.A. é muito similar ao processo para estabelecer um programa de ADRs de Nível III. Existem, contudo, as seguintes diferenças significativas em relação ao processo para um programa de ADRs de Nível III:

- ✓ **Isenção registro na SEC.** A oferta privada de ADRs conforme a Regra 144A e o programa de ADRs não registrado não requerem registro na SEC e a empresa estrangeira não fica obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act*.
- ✓ **Isenção de apresentar demonstrações financeiros de acordo com U.S. GAAP.** Em razão da oferta não ser registrada na SEC, as exigências relativas à apresentação à SEC de demonstrações financeiras de acordo com U. S. GAAP não se aplicam.

Contudo, dado que as normas de responsabilidade patrimonial pelas informações divulgadas sob o *Exchange Act* que se aplicarem a um distribuidor de títulos em uma oferta não registrada de ADRs na forma da Regra 144A serem praticamente as mesmas normas que se aplicam no contexto de uma oferta pública registrada junto à SEC, o processo de auditoria legal conforme a prática nos E.U.A. e a abrangência geral da divulgação em uma oferta não registrada, na prática, serão muito similares ao que se aplicaria em ofertas públicas registradas junto à SEC.

Trocas de ADRs de circulação restrita conforme a Regra 144A por ADRs registrados

Os representantes da SEC têm permitido, sujeito ao cumprimento de algumas condições, que empresas estrangeiras possam oferecer ADRs registrados junto à SEC, em troca de ADRs de

circulação restrita conforme a Regra 144A que tenham sido previamente vendidos no contexto do estabelecimento de um programa não registrado de ADRs.

Este procedimento permite que empresas estrangeiras possam dar o primeiro passo para entrar nos mercados de capital dos E.U.A. através da Regra 144A evitando a situação em que, caso a empresa estrangeira deseje subseqüentemente estabelecer um programa de ADRs de Nível III e realizar uma oferta pública registrada junto à *SEC* ou estabelecer um programa de ADRs de Nível II, a empresa precisaria necessariamente manter simultaneamente um programa para ADRs de circulação restrita e outro para ADRs de circulação livre.

Este procedimento também evita o problemas prático que afetaria o relacionamento com os investidores em ADRs de circulação restrita na forma da Regra 144A que poderia surgir se a empresa estrangeira fosse estabelecer um mercado aberto de negociação para suas ações nos E.U.A. mas não encontrasse um meio de permitir aos investidores em ADRs de circulação restrita na forma da Regra 144A participar daquele mercado.

Nesta oferta de troca de títulos é conduzida através do protocolo de um pedido de registro sob o *Securities Act* junto à *SEC* e em paralelo à troca é estabelecido um programa de Nível II para que os ADRs de circulação livre sejam listados em uma bolsa de valores nacional dos E.U.A.

Como resultado da oferta de troca e da listagem a empresa estrangeira se tornará uma empresa obrigada a apresentar relatórios sob o *Exchange Act*. Tais ofertas de troca podem, mas não precisam, ser conduzidas conjuntamente com uma simultânea oferta pública registrada de novas ações nos E.U.A. junco à *SEC*. Os investidores que receberem ADRs de livre circulação em troca por seus ADRs de circulação restrita terão liquidez melhor e maior informação com relação à empresa estrangeira como resultado das obrigações de apresentar relatórios sob o *Exchange Act* assumidas em conexão com a oferta pública de troca.

2.2.4. Ofertas registradas de *Yankee Bonds*

Uma outra opção que uma empresa estrangeira pode escolher antes de entrar no mercado de ações dos E.U.A. é realizar uma oferta de títulos de dívida a investidores no mercado dos E.U.A, que é registrada sob o *Securities Act* (i.e., uma oferta de *Yankee Bonds*).

Neste tipo de oferta, uma empresa estrangeira registrará a oferta na *SEC* usando um pedido de registro no Formulário F-1 sob o *Securities Act*.

As informações relativas à empresa estrangeira e seus negócios, inclusive as demonstrações financeiras exigidas, que serão contidas em tal pedido de registro geralmente são muito similares às que seriam exigidas em um pedido de registro de Formulário F-1 referente a uma oferta de ações. Se os títulos de dívida serão listados em uma bolsa de valores dos E.U.A. a empresa estrangeira também apresentará um pedido de registro sob o *Exchange Act* e seguirá os procedimentos apropriados da bolsa de valores para listagem.

Uma empresa estrangeira que realiza uma oferta pública registrada de títulos de dívidas ficará sujeita à obrigação de apresentar relatórios sob o *Exchange Act*.

Uma vez que uma empresa estrangeira passa a apresentar relatórios sob o *Exchange Act* poderá se tornar um emissor "maduro" para as finalidades do processo de "registro de prateleira" junco à *SEC* e, posteriormente, pode utilizar os procedimentos de "prateleira" para ofertas tanto de títulos de dívida como de ações.

Oferta registrada de *Yankee Bonds* após acessar o mercado de ações dos E. U.A.

Uma empresa estrangeira poderá fazer uma oferta de *Yankee bonds* a qualquer tempo após a escolha de uma das opções para acessar o mercado de ações dos E.U.A. Por exemplo, após estabelecer um programa de ADRs de Nível I ou após uma oferta de ADRs de circulação restrita conforme a Regra 144A, uma empresa estrangeira poderá empreender uma oferta de *Yankee bonds* e depois, após esta oferta, elevar seu programa de ADRs para um programa de ADRs de Nível II ou III.

Adicionalmente, uma empresa estrangeira que estabeleceu um programa de ADRs de Nível II ou III poderá realizar uma oferta de *Yankee bonds* e, após tornar-se um "emissor maduro", utilizar

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

o processo de "registro de prateleira" da *SEC* para acessar mais rapidamente o mercado de capitais dos E.U.A. para tal oferta de títulos de dívida.

O cronograma para completar uma oferta de *Yankee bonds* varia de empresa para empresa dependendo se a empresa estrangeira se qualifica para fazer uso do processo de "registro de prateleira" da *SEC*.

Em geral, o tempo necessário para completar uma oferta de dívida registrada para uma empresa estrangeira que estiver oferecendo títulos no mercado dos E.U.A. pela primeira vez seria aproximadamente o mesmo que para uma oferta inicial registrada de ações.

2.2.5. *Euro Denominated Depositary Receipts* – EDRs

Como os demais Recibos de Depósito, os EDRs são emissões de títulos por um banco depositário, que representa as ações correspondentes de uma companhia. São denominados EDRs em euro e são negociados em moeda corrente euro, tais como os Recibos de Depósito (ADRs e GDRs) são denominados em dólares norte americanos.

Os EDRs estão muito voltados para emissores que buscam atrair capital novo de investidores de dentro da comunidade europeia. Este tipo de papel pode ser de grande valia para empresas dos chamados mercados emergentes, principalmente se estiverem concentrando fortemente seus negócios no mercado europeu.

Emissores de mercados emergentes

Conforme dados apresentados pelo *The Bank of New York*²³, durante 1997 emissores de mercados emergentes elevaram seu capital em mais de \$10,7 bilhões através de ADRs e GDRs.

Na Europa Central e Oriental, vinte e duas companhias de oito países elevaram seu capital em mais de \$2 bilhões. Nove companhias do Oriente Médio e Norte a África elevaram seu capital em cerca de \$700 milhões. Vinte dois emissores latinos americanos em seis países elevaram o capital de suas empresas em mais de \$4,2 bilhões e emissores asiáticos de cinco países elevaram seu capital em \$3,8 bilhões.

Para muitos destes emissores a oportunidade de atrair os investidores europeus poderá ser aumentada oferecendo a opção de dólar norte americano ou Recibos de Depósito denominados em euro. Estes instrumentos são de grande atratividade, vez que poderão ser negociados na Europa e convenientemente podem ser liquidados em outros mercados.

²³ **Fonte:** *The Bank of New York*, contatando Vincent Fitzpatrick - (212) 815-2122 ou Christopher Sturdy - (212) 815-2095 em Nova Iorque. ou através do Site da Web <http://www.adrbny.com>. Cabe ressaltar, ainda, que os dados acima mencionados foram disponibilizados tão somente em dólar dos Estados Unidos, não sendo apresentados o equivalente em moeda Euro.

Mercado de EDRs.

O mercado de Recibos de Depósito tem crescido bastante a ponto de se tornar num dos principais mercados para negociação internacional de ações.

Conforme dados apresentados pelo *The Bank of New York*, o mercado de Recibos de Depósito denominado em dólar negociou mais de \$500 bilhões em 1997, com mais de 1.800 programas para companhias residentes em mais de 75 países.

As exigências legais, operacionais, técnicas, e administrativas são as mesmas tanto para EDRs quanto para os Recibos de Depósito. Desta forma, a partir de janeiro de 1999, quando o Euro foi introduzido, este tipo de instrumento financeiro pode ter grande aplicabilidade como *hedge* em operações de câmbio, podendo até mesmo oferecer como garantia flutuante (contrato de futuro) as ações nos quais os Recibos de Depósito estão suportados.

O mecanismo de EDR

O EDR tem seu próprio código ISIN²⁴, sendo distinto do COSIP dos Recibos de Depósito emitidos pela mesma companhia. Os EDRs emitidos são negociados e pagam dividendos em euro. Da mesma forma, todas as alterações ocorridas com as ações (bonificações, emissão de direitos, *splits* e outros) também ocorrerão com os EDRs, sendo sempre convertidos para o Euro.

As liquidações poderão ocorrer através da Euroclear, Cedel, ou outra central de depósito na Europa, podendo o EDR ser listado ou negociado em quaisquer das bolsas de valores da Europa como Londres, Luxemburgo, Frankfurt, Paris, e Viena. As exigências para listagem das ações variam de acordo com cada país.

Na Europa o EDR é negociado normalmente como um programa de GDR de uma companhia, o qual é negociado em dólares. Os Recibos de Depósito serão trocáveis com os EDRs.

²⁴ Código de registro do papel na SEC americana, que permite a sua negociação nos mercados dos EUA ou fora dele.

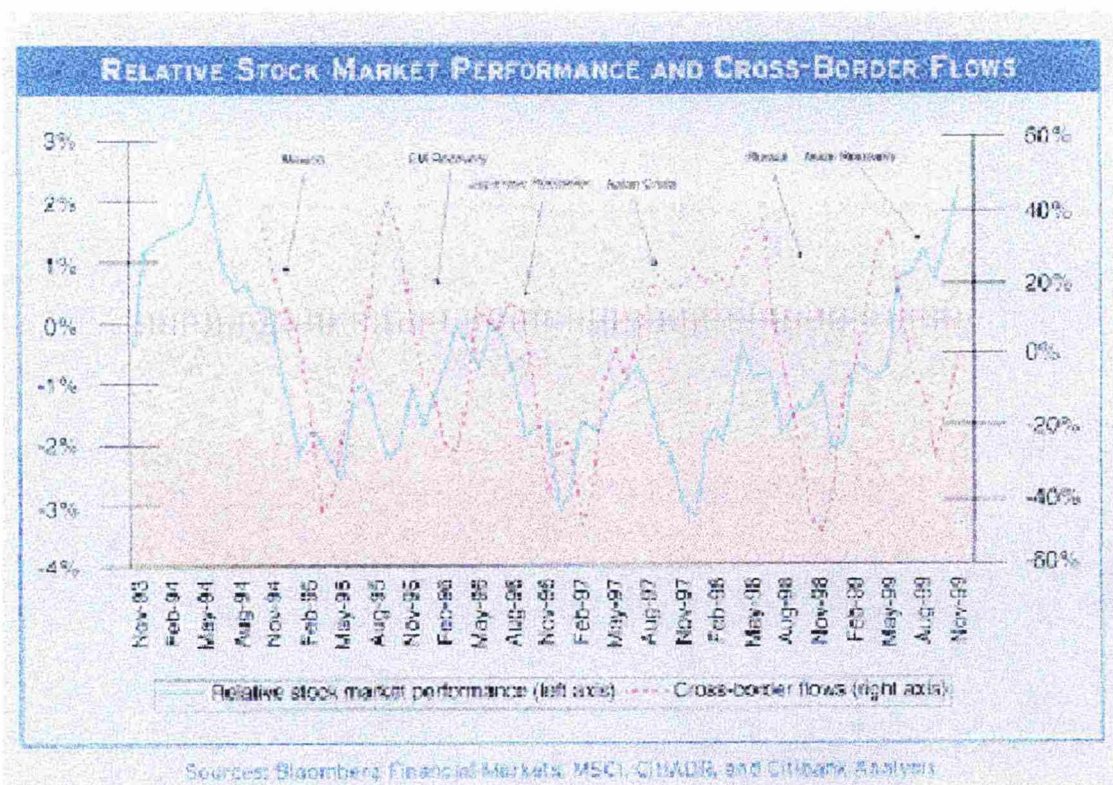
Benefícios para emissores

- ✓ Os EDRs proporcionam à um emissor maior acesso aos investidores que preferem negociar ações ordinárias em euro;
- ✓ Os EDRs mostram para os emissores uma base para comparação com o denominado euro;
- ✓ EDRs pode atrair outros *market makers* para os emissores de Recibos de Depósito, enquanto proporciona liquidez aos programas;
- ✓ EDRs podem reduzir o custo de capital abrindo uma base de investidor nova.

2.2.6. *American Depositary Receipts* – ADRs: tendências de mercado²⁵

O período compreendido entre novembro 1993 e dezembro de 1999 contemplou vários eventos macroeconômicos significativos que influenciaram o comportamento do investidor e o desempenho das Bolsas de Valores, bem como do mercado financeiro de uma maneira geral.

As crises de moeda no México e Brasil (1994), Ásia (1997), Rússia (1998), e Brasil (1999), pontuadas por recuperações emergentes do mercado, juntamente com a recessão do Japão em 1996, a crise global de liquidez de 1998, e a Guerra dos Bálcãs em 1999 foram os principais eventos globais, conforme mostra o gráfico abaixo.



Fonte: Citibank, NA

O desempenho relativo do mercado internacional foi medido pela diferença entre o MSCI World (exceto os Estados Unidos) e os índices de S&P 500. Para amenizar a volatilidade dos diferenciais entre taxas e observar melhor as tendências, foram calculados diferenciais de seis meses de retornos de médias móveis. Tendências ascendentes no diferencial da média móvel semestral foram interpretadas como desempenho relativo maior pelos mercados não EUA. Tendências descendentes foram interpretadas como desempenho relativo maior pelo mercado

²⁵ As observações feitas neste tópico foram extraídas de relatório apresentado pelo Citibank N.A. intitulado “*ADR Market Trend*”, relativo ao período compreendido entre novembro de 1993 e dezembro de 1999, disponível no site <http://www.citibank.com/adr>.

dos Estados Unidos. Um diferencial “zero” não possui nenhum significado particular além de ser um ponto de transição no meio de uma tendência ascendente ou descendente.

O diferencial entre mudanças de % em volumes de cancelamentos e emissões de títulos e valores mobiliários calculados em médias móveis em um período de seis meses, foi usado para aproximar a direção e tendências de fluxos internacionais de emissões de ADR. Tendências ascendentes no diferencial foram uma indicação de influxos de capital para o mercado dos Estados Unidos. (fluxo em emissões aumentando mais rapidamente do que os cancelamentos). Tendências descendentes no diferencial foram uma indicação de saída de capital do mercado dos EUA. (*flow back*: cancelamentos aumentando mais rapidamente que emissões). Um diferencial “zero” indica que os ritmos da mudança das entradas e das saídas podem ser idênticas, e desta forma não se pronuncia sobre a direção do volume de crescimento.

Uma análise mais detalhada revela uma forte relação entre o desempenho relativo do mercado de ações e fluxos internacionais. A relação é caracterizada por atrasos longos e relativamente variáveis. Os atrasos refletem a propensão e a estratégia do investidor dos EUA.

Uma análise gráfica desta série de tempo foi usada para determinar a relação, dependência e atraso de tempo entre desempenho relativo de mercado e fluxos de capital estrangeiro. A proporção da variação em fluxos internacionais de capital, explicada pela variação em desempenho relativo de mercado (r^2 ou coeficiente de determinação), está próxima de “zero” durante todo o ciclo de negócios.

O baixo valor r^2 é devido a atrasos relativamente longos e variáveis de durações em fluxos de capital. Entretanto, quando se realiza uma análise mais detalhada dos dados do ciclo de negócios é tomada, isolando-se aqueles períodos onde o mercado dos EUA e não EUA foram o agente relativo maior, uma relação casual muito forte é revelada, com um valor r^2 de 84%.

Ficou constatado no estudo preparado pelo Citibank que o desempenho relativo de mercado é um fator dominante de fluxos de capital nas emissões de ADR. A média dos atrasos entre mudanças direcionais em desempenho relativo de mercado e fluxos de capital foi de sete meses e variou de dois a treze meses durante o período de 1993 a 1999. Os atrasos foram semelhantes, a despeito do fato de que o mercado dos EUA ou do não EUA tenham sido o de maior desempenho durante o período.

Períodos nos quais o mercado dos EUA sobrepujou os mercados de não EUA sempre resultaram em saídas de capital (*flow back*). As médias das durações de desempenho externo

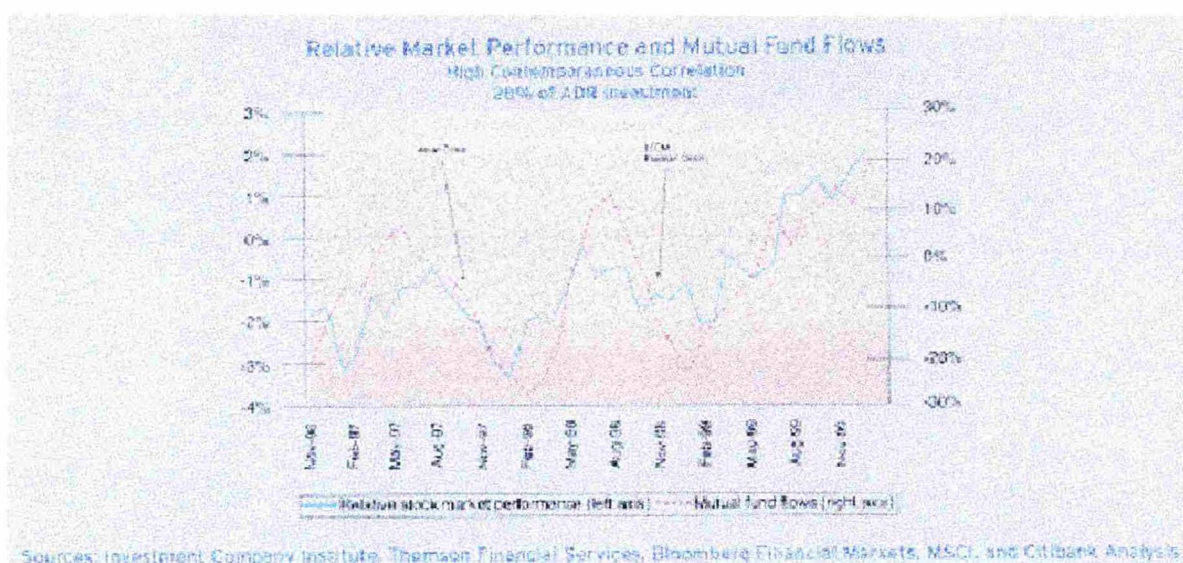
Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

foram de sete meses e variaram de quatro a nove meses. A média % de capital de saída por declínio de ponto % em índice da média móvel semestral foi de -32% variando de -16% a -54%.

Períodos nos quais os mercados não EUA superaram o mercado dos EUA sempre resultaram em influxos de capital (*flow in*). A média de durações de desempenho externo de mercado de não EUA foi de seis meses e variou entre cinco e seis meses. As durações de influxos de capital tinham médias de oito meses e variavam de dois a dezesseis meses. A média % de influxo de capital por aumento de ponto % no diferencial do índice de média móvel semestral foi de 38%, variando de 17% a 72%.

As saídas de capital de ADR resultantes da crise da moeda asiática de julho a dezembro de 1997 começariam apenas doze meses depois, de julho até dezembro de 1998. Muitos analistas atribuíram as saídas de capital de julho até dezembro de 1998 à então vigente crise asiática de 1997. As saídas de capital da crise global de liquidez de maio de 1998 até janeiro de 1999 só ocorreram de fato 13 meses depois, de junho até outubro de 1999.

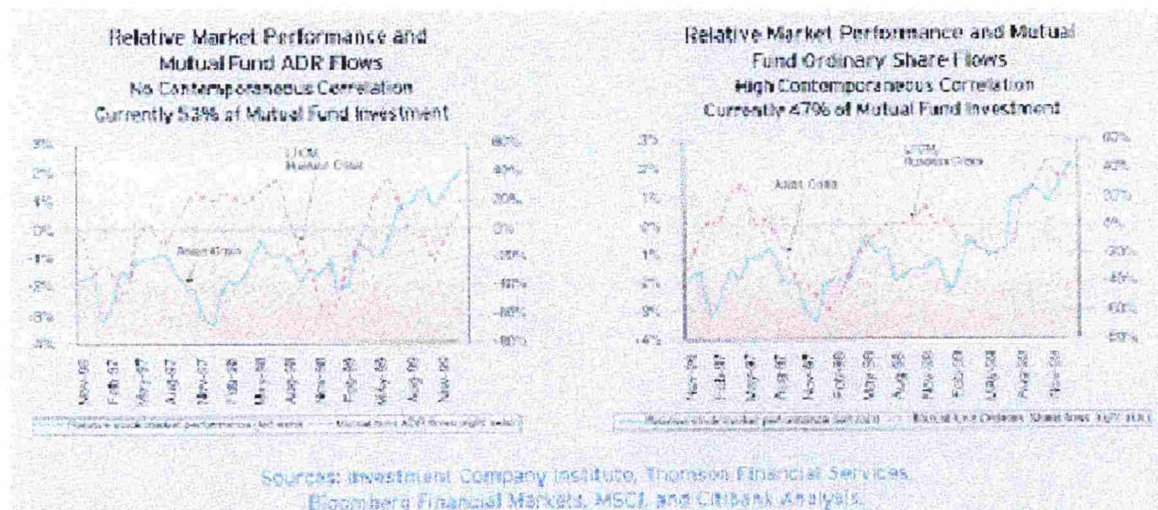
Fundos mútuos de capital estão altamente correlacionados a um desempenho relativo da Bolsa de Valores. Quando mercados não EUA sobrepujam o mercado dos EUA, os fundos entram. Entretanto, tão logo mercados não EUA comecem a ter um desempenho inferior, tal como o que aconteceu depois da crise de moeda asiática de 1997, a inadimplência da dívida dos rublos russos e a crise global de equity de 1998, os fundos saem rapidamente. No conjunto, os fluxos de fundos mútuos comportam-se como “dinheiro quente”.



Fonte: Citibank, NA

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

Apesar disto, uma análise detalhada dos fluxos de fundos mútuos agregados revela que gerentes de fundos tratam ADRs como um investimento do tipo “compre e segure”, enquanto ações comuns comportam-se como “dinheiro quente”. Fluxos ADR de fundos mútuos, representando 28% de investimento em ADR, não estão correlacionados ao desempenho relativo da Bolsa de Valores, ao passo que fluxos de ações comuns estão. Quando os mercados não EUA caíram depois da crise de moeda asiática de 1997, a inadimplência da dívida dos rublos russos e a crise global de equity de 1998 aconteceram, os investidores de ADR não venderam de imediato. Ao invés disto, eles interpretaram as crises como oportunidades de compra, vendendo apenas depois que os mercados haviam se recuperado o suficiente para evitar grandes perdas. Por outro lado, acionistas comuns venderam imediatamente.



Fonte: Citibank, NA

Fluxos de capital ADR para fundo de pensão (37% de investimento em ADR), banco (17%), corretor (11%) e fundo de hedge (1%) são semelhantes àqueles de fundos mútuos (28%). Segmentos adicionais de investidor em ADR com padrões de fluxo semelhantes são seguros (4%), seguros de vida (1%) e outros (1%).

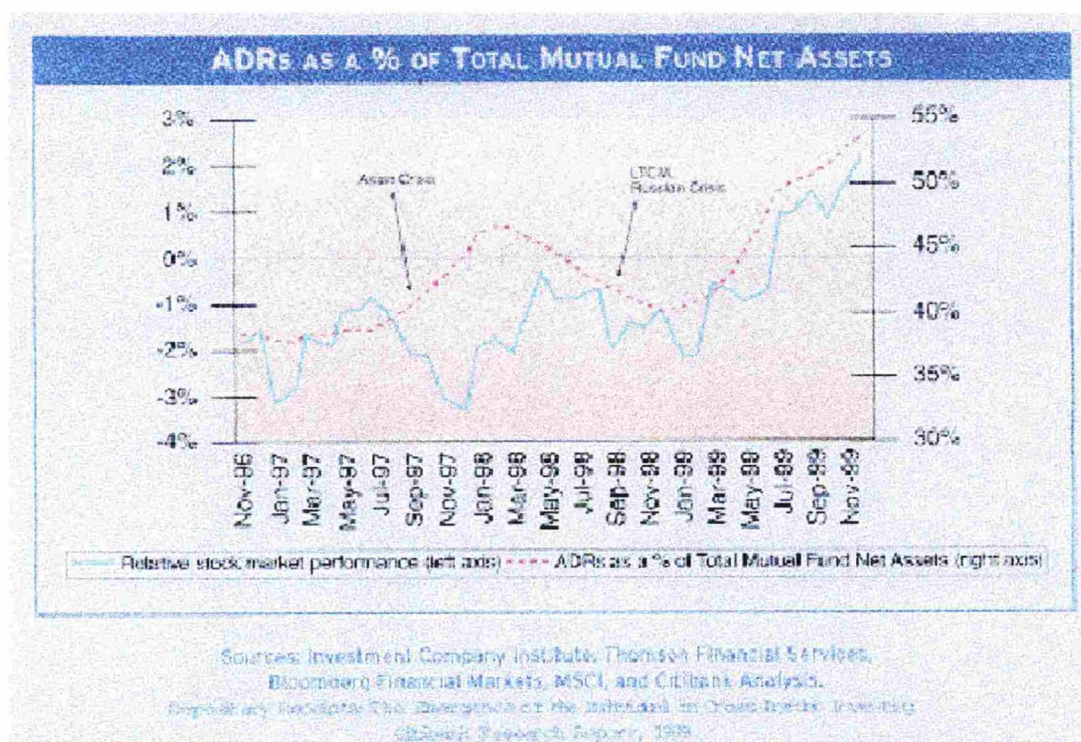
Os ADRs como uma porcentagem de ativo líquido de fundo mútuo total aumentou de 36% em 1996 para 53% em 1999, ilustrando a ascendência do investidor individual.

A tendência ascendente em ADRs como porcentagem de ativo líquido de fundo total mútuo é um indicativo da ascendência do indivíduo no investimento internacional. O investimento individual dos EUA em ações de empresas estrangeiras, tanto diretamente, quanto através de fundos mútuos, aumentou de 17% de investimento total de equity em 1991 para 52% em 1999, sendo projetado para exceder 56% até 2003. Indivíduos tendem a adotar uma estratégia

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

conservadora do tipo “compre e segure” que é mais compatível com as características de US\$ denominados ADRs do que com ações comuns.

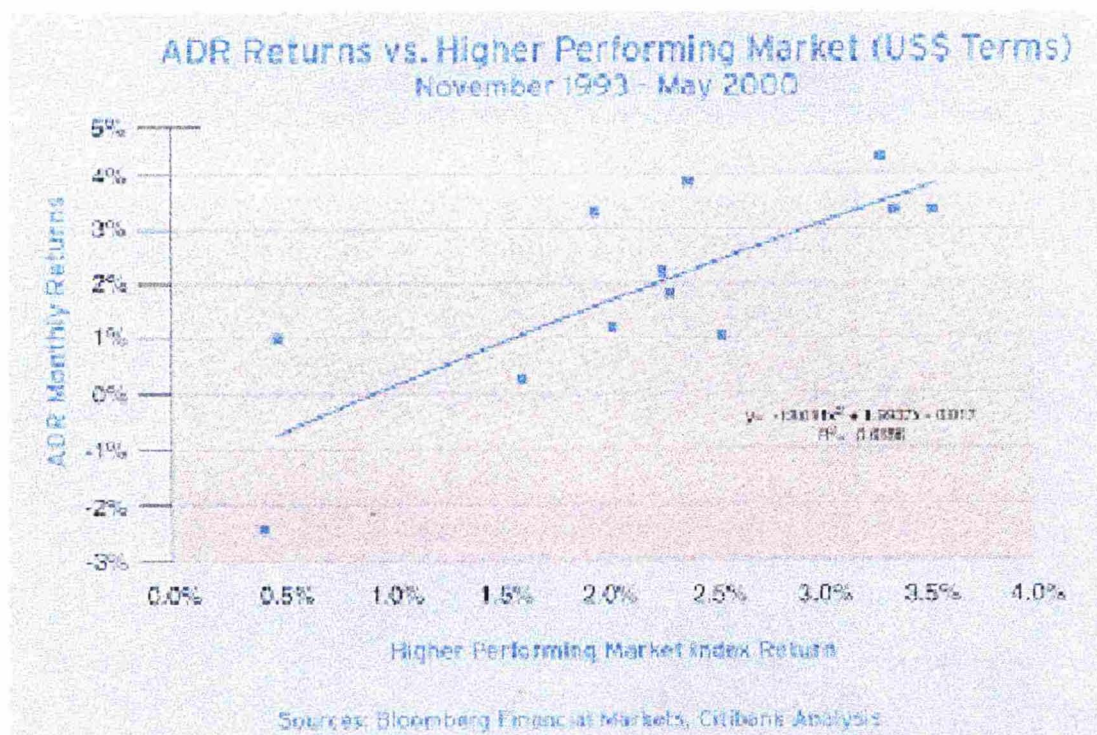
A correlação com o desempenho relativo da Bolsa de Valores foi forte depois da crise global de liquidez e a falência da LTCM de 1998. Isto implica que o atraso na relação entre o desempenho relativo do mercado de ações e fluxos de capitais foi modestamente reforçada depois da LTCM.



Fonte: Citibank, NA

Uma vantagem de um produto derivativo como o ADR é a de que seu retorno pode tirar proveito de um mercado de desempenho maior. Um estudo preparado pelo Citibank com os 100 ADRs listados na bolsa conforme medido em US\$ por seu valor agregado de comércio no período entre 1991 e 1999, confirma este efeito ascendente internacional. Estas 100 emissões somam mais de 90% do valor agregado de US\$ de negócios para o período de nove anos.

Os retornos agregados de valorização mensal de preços dos 100 ADRs estão fortemente correlacionados ao mercado de maior desempenho, com um valor r^2 de 62%.



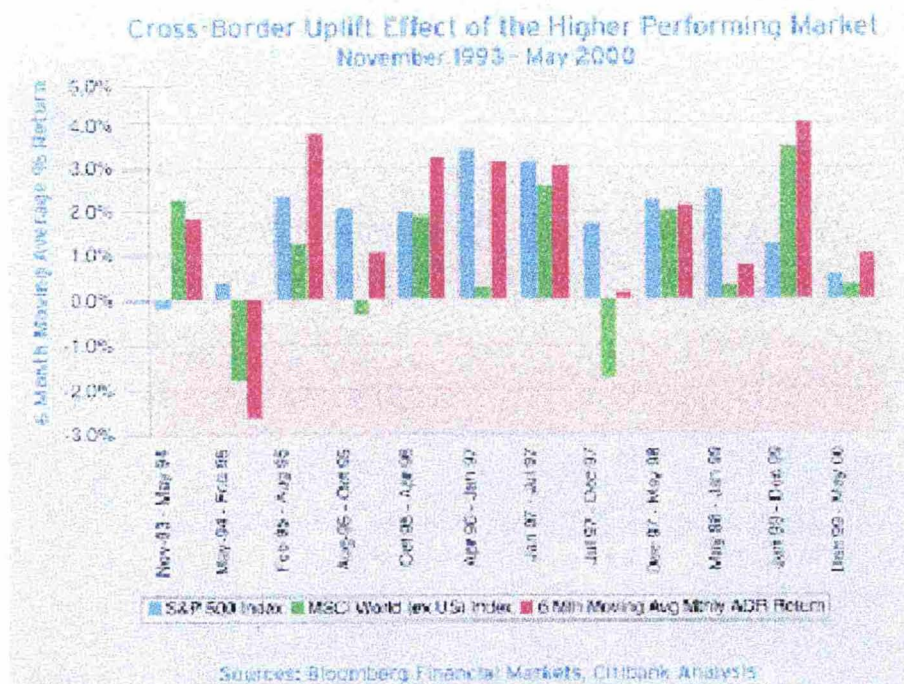
Fonte: Citibank, NA

Com a única exceção da desvalorização do peso mexicano em dezembro de 1994, a mudança direcional e a magnitude dos retornos dos ADRs sempre seguiram a liderança do mercado de desempenho maior durante todo o ciclo de negócios entre novembro de 1993 e maio de 2000.

O mercado de desempenho maior aumentou os retornos dos ADRs (e também os retornos das ações comuns), resultando em um significativo desempenho externo do mercado atuante menor. Isto ocorreu mesmo durante choques de mercado tais como a recessão japonesa de 1996, a crise da moeda asiática de 1997, a crise global de equity de 1998 e a Guerra dos Bálcãs de 1999.

Retornos médios de ADR não excederam aqueles de índice de desempenho menor de MSCI World (excluindo os EUA) antes e depois da desvalorização do peso mexicano de 1994, devido a dois fatores-chave. Primeiramente, um longo período de saídas de capital precederam a desvalorização devido ao fato de que, primeiro, as reservas de moeda estrangeira do México foram esgotadas por um esforço do governo de apoiar o peso, e segundo pela circunstância de um mercado dos EUA relativamente fraco durante o ano de 1994 causado pelo aumento agressivo das taxas de juros da Reserva Federal dos EUA.

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR



Fonte: Citibank, NA

As taxas anuais de retorno cumulativo dos últimos cinco anos dos ADRs mais altos compararam-se muito favoravelmente com àquelas dos índices de S&P 500 e MSCI World (excluindo os EUA), e claramente ilustram o efeito ascendente internacional do mercado de desempenho maior. As 25 maiores emissões mostraram um desempenho especialmente forte.

Retornos negativos ao longo de maio de 2000 refletem a fraqueza no mercado dos EUA de maior desempenho causado por uma incerteza do investidor sobre taxas de juros e início de declínio globais na tecnologia volátil, telecomunicações e setores da mídia.

O desempenho global da Bolsa de Valores irá recuperar-se quando a Reserva Federal dos EUA mandar um sinal claro, como o fez durante o seu agressivo ciclo de aperto monetário entre 1994 e 1995 com um aumento de 75 bp em novembro de 1994, que a economia americana está mais lenta e o ciclo estão essencialmente terminados.

Taxa de retorno anual – 1994 a 2000				
	ano 1	ano 3	ano 5	maio/2000
ADRs top 25	54%	28%	25%	-0,17%
ADRs top 100	53%	22%	17%	-7,29%
S&P 500	20%	26%	26%	-3,31%
MSCI world	30%	13%	10%	-7,53

Fonte: Citibank, NA

O desempenho a longo prazo dos 100 ADRs internacionais mais importantes listados ilustra a resistência dos ADRs contra as tendências globais da Bolsa de Valores, e é evidência da percepção compartilhada de acionistas de uma exposição reduzida a risco global. Para as companhias emissoras, o círculo virtuoso está completo, com desempenho melhorado de ações comuns, volatilidade reduzida e um capital de custo menor.

Conclusões

Eventos macroeconômicos influenciam o desempenho dos mercados dos EUA e não EUA, o que movimenta e é um indicador dominante de fluxos de capital de ADR.

Existem atrasos longos e relativamente variáveis entre desempenho relativo da Bolsa de Valores e fluxos de capital ADR, causados por diferenças na intuição do investidor entre acionistas de ADRs e ações comuns, especialmente depois de choques de mercado.

O mercado mais atuante exerce um efeito ascendente positivo nos retornos dos ADRs e ações comuns. Isto se tornou especialmente evidente no desempenho dos 100 mais importantes ADRs nos últimos cinco anos.

2.2.7. Programas financeiros (*High Yield Program*)²⁶

High-Yield Debt Market

São títulos corporativos cuja classificação por empresas ou agências de *rating*²⁷ está situado como “Baa” pela Moody’s ou “BBB” ou menor pelas demais agências de *rating*. Este é um mercado de alto risco, que também pode proporcionar altos rendimentos ou perdas. Este mercado também é conhecido como mercado de *junk bonds*.

Na verdade, além de ser um mercado de alto risco, este mercado é também bastante inovador e criativo.

O grande problema dos títulos de dívida está relacionado com a volatilidade das taxas de juros e do câmbio, no caso de operações que envolvam moedas diferentes do mercado interno, vez que são bastante trabalhosas e complexas as operações para se fazer o *hedge* com os ativos nos quais os recursos serão aplicados.

Outra observação que se faz necessária mencionar reside no fato de que o mercado “saudável” de títulos com valores ou rendimentos previamente fixados é aquele que segue as regras da Convenção de Genebra²⁸, ou seja, a característica principal destes títulos de crédito será a sua circulabilidade. Esta circulabilidade proporcionará forma alavancada de circulação de riquezas e, conseqüentemente, aumento de produtividade com redução de risco de crédito, vez que este estará diluído na cadeia de transferência do título de crédito.

Desta forma pode-se concluir facilmente que o risco de todos estes instrumentos financeiros está baseado no lastro de suas emissões, isto é, a verificação de garantias reais que venham a suportar eventuais problemas futuros de liquidez de mercado. Os ADRs do modelo ora proposto neste trabalho, por estar suportado em uma detalhada análise orçamentária da empresa, de forma a assegurar a sua produção e conseqüente capacidade de geração de recursos, poder-se-ão constituir em instrumentos financeiros adequados para captação de recursos para corporações que desejam aplicar tais recursos em desenvolvimento industrial.

²⁶ Este tópico está baseado no Relatório do Van Kampem Corporate Bond Fund, relativo ao período findo em 31 de Dezembro de 1999.

²⁷ A classificação de *rating* de um título ou de uma empresa representa o grau de risco envolvido na negociação daquele papel ou na negociação com aquela empresa. As principais agências de *rating* são: Moody’s, S&P – Standard & Poor’s, Fitch e D&P – Duff & Phelps.

High Yield Fund

Van Kampen Corporate Bond Fund é um fundo mútuo que tem como objetivo de investimento primário proporcionar renda corrente com preservação do capital. Valorização de capital é um objetivo secundário que é procurado somente quando consistente com o objetivo de investimento primário do Fundo. O assessor de investimento do Funds procura realizar os objetivos de investimento do Fundo aplicando primordialmente em um portfólio de títulos de dívida corporativa.

As ações do Fundo não são aprovadas nem reprovadas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) ou por qualquer outro regulador público ou do Estado, e nem a SEC nem qualquer outro regulador tem se manifestado quanto a eficácia ou adequação deste prospectos.

Objetivos do Investimento

O Fundo é um fundo mútuo cujo objetivo de investimento primário é proporcionar renda corrente com a preservação do capital. A valorização do capital é o objetivo secundário sendo procurado somente quando consistente com o objetivo de investimento primário do Fundo.

Estratégias de Investimento

O assessor de investimento do Fundo procura realizar os objetivos de investimento do Fundo aplicando primordialmente em um portfólio de títulos de dívida corporativa. O Fundo compra e vende títulos com vistas a obter uma renda corrente com preservação do capital e, em segundo plano, apreciação de capital.

Ao selecionar títulos para investimento, assessor de investimento do Fundo procura identificar títulos que acarretam risco de crédito razoável quando considerados em relação às políticas de investimento do Fundo. O assessor de investimento do Fundo enfatiza as emissões que ele acredita que permanecerão sólidas financeiramente e desempenharão bem numa gama de condições de mercado. Investimentos são feitos baseados em um número de fatores tais como potência financeira, histórico de operação, rendimentos potenciais e gerenciamento do emissor. Títulos de portfólio são vendidos quando qualquer uma destas avaliações muda.

²⁸ A convenção de Genebra, da qual o Brasil foi signatário, tratou dentre outras coisas da regulamentação dos títulos

Tipos de títulos. Sob condições normais de mercado, o Fundo investe pelo menos 65% do ativo total em títulos corporativos com maturidades originais de mais de um ano. O Fundo pode investir até 20% do ativo total em títulos conversíveis e de até 10% do ativo total em ações preferenciais. Adicionalmente, até 20% do ativo total do Fundo pode ser investido em títulos denominados em dólar norte-americano de governos estrangeiros e corporações. O Fundo pode comprar e vender determinados instrumentos derivativos, tais como opções, futuros e opções sobre futuros para vários propósitos de administração de portfólio.

Níveis de qualidade. Sob condições normais de mercado, entre 60% e 100% do ativo total do Fundo é investido nos títulos "de grau qualidade investimento", os quais são títulos classificados Baa ou mais alto pelo Moody's Investidores Service, Inc. (Moody's) ou BBB ou mais alto por Standard & Poor's (S&P) na hora que são comprados, títulos emitidos ou garantidos pelo governo americano, papéis comerciais classificados como "Prime" pelo Moody's ou A pelo S&P.

Até 40% do ativo total do Fundo pode ser investido em títulos classificados Ba pelo Moody's ou BB pelo S&P na hora da compra. Não mais do que 20% do ativo total do Fundo pode ser investido em títulos classificados B ou mais baixo pelo Moody's ou S&P ou que são não classificados, embora é da política corrente do Fundo não comprar títulos classificados abaixo de B ou títulos não classificados julgados pelo assessor de investimento do Fundo como sendo de qualidade comparável. Títulos classificados Ba ou abaixo pelo Moody's ou BB ou abaixo pelo S&P ou títulos não classificados de qualidade comparável se referem comumente como *junk bonds* e envolve riscos especiais quando comparado com investimentos de títulos de maior grau.

Riscos de investimento

Um investimento no Fundo é sujeito a riscos de investimento, e pode-se perder dinheiro no investimento no Fundo. Não há garantia de que o Fundo realizará seus objetivos de investimento.

Risco de mercado. Risco de mercado é a possibilidade de que os valores de mercado dos títulos possuídos pelo Fundo declinarão. Os preços dos títulos de dívida tendem a cair na medida em que as taxas de juros sobem, e tais declínios tendem a ser maiores entre títulos de dívida com maturidades maiores. O Fundo não tem uma política limitando as maturidades dos seus investimentos. Na medida em que o Fundo investe em títulos com maiores maturidades, o Fundo estará sujeito a maior risco de mercado do que um Fundo investindo somente em títulos

de crédito a serem utilizados pelos países signatários.

de menor prazo. Títulos de menor grau podem ser mais voláteis e podem declinar mais em termos de preço em resposta a emissor negativo ou notícias econômicas gerais do que títulos de maior grau.

Risco de crédito. Risco de crédito se refere à capacidade do emissor efetuar pagamentos oportuno de juros e principal. Na medida em que o Fundo investe em títulos com media ou menor qualidades de crédito, é sujeito a um maior nível de risco de crédito do que um Fundo investindo somente em e títulos de investimento de grau. A qualidade de crédito de títulos de grau não investimento é considerado especulativo pelas agencias reconhecidas de classificação a respeito da capacidade continua do emissor de pagar juros e principal. Títulos de menor grau podem ter menor liquidez e uma maior incidência de inadimplência do que títulos de maior grau. O Fundo pode incorrer em maiores despesas para proteger os interesses do Fundo em tais títulos. Os riscos de crédito e preços de mercado dos títulos de menor grau geralmente são mais sensíveis a desenvolvimentos negativos do emissor, tais como receitas reduzidas ou despesas aumentadas, ou condições econômicas adversas, tais como recessão, do que títulos de maior grau.

Risco de renda. A renda recebida do Fundo é baseada primordialmente em taxas de juros, que podem variar bastante no curto e longo prazo. Se as taxas de juros caíem, a renda do Fundo pode cair também.

Risco de compra. Se as taxas de juros caírem, é possível que emissores de títulos com altas taxas de juros pré-pagarão ou comprarão os títulos antes das datas de maturidade. Neste evento, os rendimentos dos títulos comprados seriam provavelmente reinvestidos pelo Fundo em títulos que tem a mais baixa taxa de juros, resultando em um possível declínio na renda do Fundo e nas distribuições aos acionistas.

Riscos de investimentos estrangeiros. Pelo fato de que o Fundo pode possuir títulos de emissores estrangeiros, ele pode estar sujeito a riscos não usualmente associados a títulos de emissores dos EUA. Os riscos podem incluir flutuações nas moedas estrangeiras, controles estrangeiros de câmbio, instabilidade política e econômica, diferenças no modo de elaborar relatórios financeiros, diferenças na regulamentação e comércio de títulos, e questões de tributação estrangeira.

Riscos de usar investimentos derivativos. Em termos gerais, um investimento derivativo é um investimento cujo valor depende ou é derivado do valor de um ativo subjacente, taxa de juros ou índice. Opções, futuros e opções de futuros são exemplos de derivativos. Investimentos

derivativos envolvem riscos diferentes daqueles de investimento direto em títulos subjacentes tal como a correlação imperfeita entre o valor dos instrumentos e os ativos subjacentes; riscos de inadimplência pela outra parte em certas transações; riscos que as transações podem resultar em prejuízos que parcialmente ou completamente compensam ganhos em posições de portfólio; riscos que as transações pode não ser líquidas; e risco administrativo.

Risco administrativo. Como qualquer fundo administrado, o assessor de investimento do Fundo pode não ser bem sucedido em selecionar os títulos de melhor desempenho ou técnicas de investimentos, e o desempenho do Fundo pode ficar atrás de fundos similares.

Perfil do investidor

Tendo em vista os objetivos e estratégias de investimento, o Fundo pode ser apropriado para investidores que:

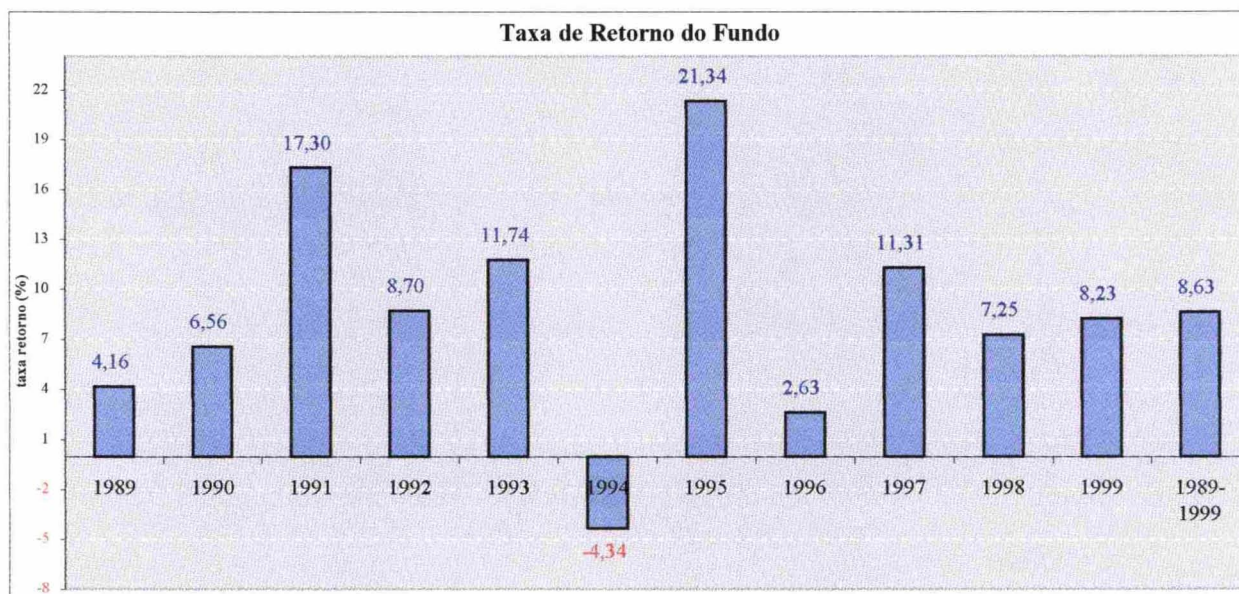
- Procuram renda corrente;
- Estão dispostos a assumir riscos aumentados da maturidade longa dos títulos corporativos em troca de uma renda potencialmente maior;
- Desejam adicionar ao seu portfólio de investimento um Fundo que investe principalmente em títulos corporativos.

Um investimento no Fundo não é um depósito de qualquer banco ou outra instituição depositária com seguro. O investimento não tem um seguro ou garantia pelo *Federal Deposit Insurance Corporation* ou qualquer outra agência governamental.

Um investimento no Fundo pode não ser apropriado para todos os investidores. O Fundo não é destinado a ser um programa de investimento completo, e investidores devem considerar suas metas de investimento de longo prazo e necessidades financeiras quando tomarem uma decisão de investimento a respeito do Fundo. Um investimento no Fundo é destinado a ser um investimento de longo prazo e o Fundo não deveria ser usado como veículo de negociações de comércio.

Desempenho anual

Uma forma de medir os riscos de investir no Fundo é observar como seu desempenho tem variado de ano em ano. O seguinte gráfico demonstra os retornos anuais do Fundo de Ações Classe A durante os dez anos calendários antes da data deste prospecto. Cabe lembrar que o desempenho passado do Fundo não é indicativo do seu desempenho futuro.



Fonte: *Van Kampen Corporate Bond Fund*

A variabilidade do retorno anual do Fundo de Ações do Classe B e Classe C seriam substancialmente semelhantes a aquela mostrada para as Ações do Classe A porque todas as ações do Fundo são investidas no mesmo portfólio de títulos; porém, os reais retornos anuais das Ações Classe B e Ações Classe C seriam menores do que os retornos anuais mostrados para as Ações Classe A do Fundo devido a diferenças nas despesas arcadas por cada classe de ações.

Durante o período de dez anos mostrado no gráfico de barras, o maior retorno trimestral foi de 7.35% (para o trimestre que terminou em 30 de junho de 1995) e o menor retorno trimestral foi de -2.69%, para o trimestre que terminou em 31 de março de 1996.

Desempenho Comparativo

Com base na avaliação do desempenho e dos riscos do Fundo, a tabela abaixo demonstra o desempenho do Fundo comparado com o índice *Lehman Brothers Corporate Bond Index*, o

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

índice de mercado que o assessor de investimento do Fundo acredita que seja um *benchmark* apropriado para o Fundo, e índice o Lipper Corporate BBB, um índice de fundos com objetivos de investimento similares.

Os números de desempenho do fundo incluem a taxa máxima sobre vendas paga pelos investidores. Os números de desempenho dos índices não incluem taxas sobre vendas que seriam pagas pelos investidores comprando os títulos representados pelos índices. Os retornos anuais médios são mostrados para os períodos que terminaram em 31 de dezembro de 1999. Cabe lembrar que o desempenho passado do Fundo não é indicativo do seu desempenho futuro.

Taxa Retorno Anual	Após 1 ano	Após 5 anos	Após 10 anos
Van Kampen – Ações Classe A	2.22%	6.13%	7.81%
Lehman Brothers – Corporate Bond Index ²⁹	8.57%	7.74%	9.86%
Lipper Corporate BBB - Rated Index	5.99%	6.93%	8.93%
Van Kampen – Ações Classe B	2.47%	6.08%	6.69% ³⁰
Lehman Brothers – Corporate Bond Index	8.57%	7.74%	8.08%
Lipper Corporate BBB - Rated Index	5.69%	6.93%	7.56%
Van Kampen – Ações Classe C	5.47%	6.32%	5.69%
Lehman Brothers – Corporate Bond Index	8.57%		7.24%
Lipper Corporate BBB - Rated Index	5.99%		6.58%

O rendimento corrente para o período de trinta dias terminado 31 de agosto de 1999 é 6.43% para Ações Classe A, 5.98% para Ações Classe B e 5.97% para Ações Classe C.

Honorários e despesas do fundo

A tabela abaixo descreve os honorários e despesas que poderão vir a ser cobrada se comprar e deter ações do Fundo.

	Ações		
	Classe A	Classe B	Classe C
Honorário pago pelos investidores:			
Encargo máximo – % do preço de oferta	4.75% ¹	N/A	N/A
Encargo máximo - % preço de resgate	N/A ²	4.00% ³	1.00% ⁴
Encargo máximo - % reinvestimento de dividendos	N/A	N/A	N/A
Honorários no resgate	N/A	N/A	N/A
Honorários na troca	N/A	N/A	N/A

²⁹ O Lehman Brothers Corporate Bond Index é um índice ponderado pelo mercado de emissões de dívida de investimento corporativo de taxa fixa com maturidades de um ano ou mais.

³⁰ O "Desde Incepção" desempenho para Ações de Classe B reflete a conversão de tais ações em Ações Classe 1, seis anos após a compra. Ações Classe B compradas em ou depois de 01 de junho de 1996 converterão para Ações Classe A oito anos após a compra.

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

	Ações		
	Classe A	Classe B	Classe C
Despesas administrativas	0,48%	0,48%	0,48%
Despesas de distribuição e serviços (12b-1) ⁵	0,23%	1,00% ⁶	1,00% ⁶
Outras despesas	0,37%	0,38%	0,38%
Total das despesas anuais	1,08%	1,86%	1,86%

- (1) Reduzido para compras de 5.100.000 ou mais.
- (2) Investimentos de \$1 milhão ou mais não estão sujeitos a taxas sobre vendas na hora da compra, mas uma taxa diferida sobre vendas de 1,00% pode ser imposta sobre resgates feitos dentro de um ano após a compra.
- (3) A taxa máxima sobre vendas é 4,00% no primeiro e segundo ano após a compra, declinando depois como a seguir: Ano 1, 4,00%; Ano 2, 4,00%; Ano 3, 3,00%; Ano 4, 1,50%; Ano 5, 1,50% após nenhum.
- (4) A taxa máxima sobre compras é 1,00% no primeiro ano após a compra e 0,00% depois.
- (5) Ações Classe A estão sujeitas a uma taxa de serviço anual de até 0,15% da média do ativo líquido atribuível a tal classe de ações. Ações Classe B e Ações Classe C, cada um sujeito a taxa combinada de distribuição anual e serviço de até 1,00% da média diária do ativo líquido atribuível a tal classe de ações.
- (6) Pelo fato de que taxas de distribuição e/ou serviço são pagas pelo ativo do Fundo de forma contínua, com tempo as taxas aumentarão o custo do investimento e pode custar mais do que pagar outros tipos de taxas sobre vendas.

Exemplo:

A intenção do exemplo a seguir é ajudar na comparação do custo de investir no Fundo com os custos de investimento em fundos mútuos.

O exemplo assume um investimento de \$10,000 no Fundo para os períodos indicados e onde resgata todas suas ações no final destes períodos. O exemplo também assume que o investimento tem um retorno anual de 5% e que as despesas de operação do Fundo permanecem igual em todos os anos (exceto para valores de dez anos para Ações Classe B que refletem a conversão das Ações Classe B em Ações Classe A após oito anos). Embora os custos reais podem ser maiores ou menores, baseado nas premissas de custos seriam:

	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
Ações Classe A	\$580	\$802	\$1.042	\$1.730
Ações Classe B	\$589	\$885	\$1.156	\$1.976
Ações Classe C	\$289	\$585	\$1.006	\$2.180

Poderão ser pagas as seguintes despesas se as ações não fossem resgatadas:

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

	1 ano	3 anos	5 anos	10 anos
Ações Classe A	\$580	\$802	\$1.042	\$1.730
Ações Classe B	\$589	\$885	\$1.156	\$1.976
Ações Classe C	\$289	\$585	\$1.006	\$2.180

Objetivos de investimento - políticas e riscos

O objetivo principal de investimento do Fundo é proporcionar uma renda corrente consistente com a preservação do capital. Valorização do capital é o objetivo secundário, o que é procurado somente quando consistente com o principal objetivo do Fundo. Os objetivos de investimento do Fundo são políticas fundamentais e não podem ser mudadas sem aprovação da maioria dos acionistas do Fundo com títulos votantes, como definido no *Investment Company Act 1940*. Os riscos são inerentes em todos os investimentos em títulos; portanto, não pode haver nenhuma garantia de que o Fundo realizará seus objetivos de investimento.

O assessor de investimento do Fundo procura realizar os objetivos de investimento do Fundo investindo principalmente em um portfólio de títulos de dívida corporativos. O Fundo compra e vende títulos visando obter renda corrente com preservação do capital e, em segundo plano, valorização do capital, e seleciona títulos que o assessor de investimento do Fundo acredita acarretar um risco de crédito razoável, considerando as políticas de investimento em relação ao Fundo. O assessor de investimento do Fundo procura identificar companhias que acredita permanecerão financeiramente sólidas e desempenhar bem relativo a uma gama de condições de mercado. O assessor de investimento do Fundo pode procurar títulos de maior rendimento de companhias cuja condição financeira tem melhorado desde a emissão de tais títulos, ou há expectativa de melhora no futuro. Antes de investir, o assessor de investimento do Fundo avalia cada título em termos de qualidade de crédito e valor baseado em um número de fatores, entre outros, a potência financeira, histórico operacional, rendimentos potenciais e administração do emissor. Os portfólios de títulos são tipicamente vendidos quando qualquer uma das avaliações muda materialmente.

Sob condições normais de mercado, pelo menos 65% do ativo total do Fundo será investido em títulos corporativos. Para estes propósitos um título corporativo é definido como qualquer título de dívida corporativa com um prazo original de maturidade maior do que um ano. O Fundo pode investir até 20% do ativo total em títulos conversíveis, que inclui títulos conversíveis bem como ações preferenciais conversíveis. O Fundo pode investir até 10% do seu ativo total em ações preferenciais. Adicionalmente até 20% do ativo total do Fundo pode ser investido em títulos denominados em dólar americano de governos ou corporações estrangeiros. A fim de administrar os riscos de portfólio associados com mudanças de taxa de juros, o Fundo pode

comprar e vender certos instrumentos derivativos, tais como investir em opções de títulos governamentais dos EUA ou engajar em transações envolvendo taxa de juros futuras e opções em tais contratos.

O Fundo investe em três categorias de títulos:

- I. **(a)** Títulos classificados na hora da compra como Baa ou mais alto pelo Moody's ou BBB ou mais alto pelo S&P;
(b) Títulos emitidos ou garantidos pelo governo dos EUA, suas agências ou instrumentalidades;
(c) Papéis comerciais classificados como Prime pelo Moody's ou A pelo S&P; e
(d) espécie e equivalentes.
- II. Títulos classificados Ba pelo Moody's ou BB pelo S&P.
- III. Títulos classificados B ou abaixo pelo Moody's ou S&P ou não classificados (excluindo obrigações não classificadas de agência do governo dos EUA).

As classificações especificadas acima se aplicam às ações preferenciais bem como aos títulos corporativos.

Pelo menos 60% do ativo total do Fundo deve ser, e até 100% pode ser, investido em títulos da categoria I. Até 40% do ativo total do Fundo pode ser investido em títulos da categoria II. Não mais do que 20% do ativo total do Fundo pode ser investido em títulos da categoria III. Títulos classificados Ba ou abaixo pelo Moody's ou BB ou abaixo pelo S&P ou títulos não classificados julgados pelo o assessor de investimento do Fundo como de qualidade comparável são comumente referenciados como *junk bonds*.

As porcentagens acima se aplicam limitações ao portfólio de investimento do Fundo excluindo opções, contratos de futuros e opções relacionadas. Estas são políticas fundamentais do Fundo, os quais não podem ser mudadas sem a aprovação da maioria dos acionistas dos Fundos detentores de títulos votantes. Embora o Fundo possa investir até 40% do seu ativo total em títulos classificados Ba pelo Moody's ou BB pelo S&P, a política de operação corrente do Fundo é limitar tais investimentos a menos do que 35% do ativo total. Também, a política de operação corrente do Fundo é não comprar títulos de dívida classificados abaixo de B tanto pelo Moody's quanto S&P ou títulos não classificados considerados pelo o assessor de investimento do Fundo como de qualidade comparável.

Títulos corporativos com maturidades longas geralmente tendem a produzir rendimentos maiores, mas estão sujeitos a maior risco de mercado do que títulos de dívida com maturidades mais curtas. O Fundo não é limitado às maturidades dos títulos de dívida corporativos em que investe. A maioria das ações preferenciais não tem uma maturidade definida ou data de resgate. O valor dos títulos de dívida geralmente varia inversamente com mudanças nas taxas de juros prevalecentes. Se a taxa de juros subir, os preços de títulos de dívida geralmente caem; se a taxa de juros cair, os preços de título de dívida geralmente sobem.

Títulos de prazo mais curto são menos sensíveis a mudanças de taxa de juros do que títulos de maior prazo; portanto, para uma dada mudança na taxa de juros, os preços de mercado de títulos de dívida de maturidade mais curta geralmente flutuam menos do que os preços de mercado dos títulos de dívida de maturidade mais longa. Títulos de dívida com maturidades mais curtas geralmente oferecem rendimentos mais baixos do que títulos de dívida com maturidades mais longas assumindo constantes todos os outros fatores, inclusive qualidade de crédito.

No que pese o Fundo não ter uma política limitando as maturidades dos títulos de dívida individuais em que pode investir, o Fundo procura administrar flutuações no valor líquido do ativo resultando das mudanças na taxa de juros pela administração ativa da estrutura de maturidade do portfólio.

O risco de crédito se refere a capacidade do emissor fazer pagamentos oportunos de juros e principal. O Fundo investe pelo menos 60% do seu ativo total em títulos de dívida de investimento de grau e pode investir até 40% do seu ativo total em títulos de dívida de não investimento de grau. Classificações pelas agências de classificações representam suas opiniões sobre a qualidade dos títulos de dívida, mas não o risco de valor de mercado de tais títulos. Deve ser enfatizar que classificações são gerais e não são padrões absolutos de qualidade. Para uma descrição de classificações de títulos, veja o apêndice deste prospecto.

Geralmente, títulos de menor grau proporcionam um rendimento maior do que títulos de maior grau e de maturidade semelhante estão sujeitos a maiores riscos, tais como maior risco de crédito, maior risco de mercado e volatilidade, preocupações com maior liquidez e potencialmente maior risco administrativo. Títulos de menor grau são comumente referidos como *junk bonds*. Títulos de dívida classificados de menor grau são considerados pelo Moody's e S&P como predominantemente especulativos com respeito a capacidade de pagar juros ou repagar o principal de acordo com seus termos. Investidores devem considerar com cuidado os riscos adicionais associados com investimento em títulos de menor grau.

Títulos de menor grau são mais susceptíveis a não pagamento de juros e o principal e inadimplência do que títulos de maior grau. Mudanças adversas na economia ou no emissor individual frequentemente têm um impacto mais significativo sobre a capacidade dos emissores de títulos de menor grau a efetuar pagamentos, atingir metas projetadas ou obter financiamento adicional. Quando um emissor de tais títulos se encontra em dificuldades financeiras, o Fundo pode incorrer despesas adicionais ou investir ativo adicional num esforço de obter parcial ou plena recuperação de valores devidos.

Embora todos os títulos de dívida flutuam inversamente com mudanças de taxas de juros, os preços de títulos de menor grau geralmente são menos sensíveis a mudanças de taxas de juros e são mais sensíveis a eventos específicos relativos ao emissor ou reais ou mudanças econômicas gerais adversas percebidas do que títulos de maior grau. A projeção de um declínio econômico, por exemplo, poderia provocar um declínio nos preços de títulos de menor grau devido ao fato que o advento da recessão poderia diminuir a capacidade de uma companhia altamente alavancada de efetuar pagamentos do principal e juros nos seus títulos ou obter financiamento adicional quando for necessário. Um aumento significativo na taxa de juros de mercado ou eventos econômicos gerais poderia severamente abalar o mercado para tais títulos e os valores de mercado de tais títulos. Estes títulos também frequentemente sofrem mais volatilidade de preço do que títulos de maior grau.

O mercado secundário de comércio de títulos de menor grau pode ser menos líquido do que o mercado de títulos de maior grau. Os preços de títulos de dívida de menor grau podem declinar rapidamente no evento em que um número significativo de acionistas resolvem vender. Mudanças nas expectativas relativo ao emissor individual, a uma indústria ou títulos de dívida de menor grau geralmente poderiam reduzir a liquidez de mercado para tais títulos e tornar sua venda pelo Fundo mais difícil, pelo menos na ausência de concessões de preço. O mercado de títulos de menor grau também pode ter menos informações disponíveis, complicando avaliações e valorização de tais títulos e dando mais ênfase na experiência, juízo e análise do assessor de investimento do que seus títulos.

A tabela abaixo apresenta a porcentagem do ativo do Fundo durante o ano fiscal terminado em 31 de Dezembro de 1999 investido nas diversas categorias de classificação (baseado na maior classificação da Moody ou S&P) e em títulos de dívida não classificados considerados pelo assessor de investimento do Fundo como de qualidade comparável. As porcentagens são baseadas em média ponderada pelo dólar de classificação de crédito de todos os títulos de dívida detido pelo Fundo durante o ano fiscal computado mensalmente.

	Rated Securities	Unrated Securities
AAA / Aaa	5,20%	0,00%
AA / Aa	4,33%	0,00%
A / A	24,86%	0,00%
BBB / Baa	50,08%	0,00%
BB / Ba	14,31%	0,85%
B	0,37%	0,00%
Total	99,15%	0,85%

A porcentagem do ativo do Fundo investido em títulos de graus variados pode variar de tempos em tempos daqueles alistados acima.

Títulos conversíveis

Títulos conversíveis são, debênture, nota, ação preferencial ou outros títulos que podem ser convertidos ou trocados por uma quantidade recomendada de ação comum ou outra título de equidade do mesmo ou de um outro emissor ou por dinheiro dentro de um período específico de tempo a um preço ou fórmulas também específicos.

Um título conversível geralmente assegura ao acionista o recebimento de juros pagos ou aumentados em títulos de débitos ou o dividendo pago em ações preferenciais até que o título preferencial mature ou seja liquidado, convertido ou trocado. Antes da conversão, os títulos conversíveis geralmente têm características semelhantes a títulos de débitos e patrimonial.

O valor do título conversível tende a cair na medida em que as taxas de juros aumentam e, devido à conversão, tende a variar com as flutuações no valor de mercado dos títulos de equidade subjacente. Títulos conversíveis comumente oferecem um fluxo com rendimentos mais altos do que aqueles de ações ordinárias dos mesmos ou de emissores semelhantes. Títulos conversíveis geralmente classificam ações ordinárias na estrutura de capital da corporação, mas são normalmente subordinadas a títulos comparáveis não conversíveis. Eles geralmente não participam diretamente em nenhum aumento ou diminuição de dividendos dos títulos subjacentes de equidade, embora seus preços de mercado possam ser afetados por quaisquer mudanças de dividendo ou outras mudanças nos títulos prioritárias de equidade.

A diferença entre o preço de mercado de títulos conversíveis e o preço de mercado dos títulos no qual pode ser convertido é chamado de “prêmio”. Quando o prêmio é pequeno, o título conversível tem características de desempenho semelhantes às do título patrimonial; quando é

grande, o título conversível tem características de desempenho semelhantes às dos títulos de débito. O privilégio da conversão pode tomar a forma de garantias atreladas ao título ou ação preferencial, o que habilita o acionista a comprar um número específico de ações comuns ou outro título patrimonial, normalmente da mesma companhia, a preços fixos e por um período específico de tempo. Ações ordinárias podem ser temporariamente adquiridas em portfólio como um resultado da conversão de títulos conversíveis em tais ações comuns ou com base no exercício de garantias anexado ou incluído numa unidade com um título de dívida comprada pelo Fundo.

O Fundo pode investir até 10% de seus ativos totais em ações preferenciais. Ações preferenciais podem fornecer uma taxa de dividendo maior do que o rendimento de juros em títulos de dívida do mesmo emissor, mas estão sujeitas a um maior risco de flutuação no valor do mercado e maior risco no não-recebimento da renda.

Ao contrário dos juros nos títulos de débito, os dividendos nas ações preferenciais devem ser declarados pelo quadro de diretores emissores antes de se tornarem pagáveis. Ações preferenciais são, em muitas formas, como títulos de débitos perpétuos, fornecendo um fluxo de renda, mas sem uma data de maturidade fixada.

Devido ao fato de que elas geralmente carecem de uma maturidade fixa ou data de resgate, ações preferenciais tendem a flutuar substancialmente em preços quando as taxas de juros mudam. Tais flutuações são geralmente comparáveis ou excedem aquelas do governo a longo prazo ou títulos corporativos (aqueles com quinze a trinta anos de maturidade). Ações preferenciais possuem reivindicações em ativo e ganhos do emissor que estão subordinadas às reivindicações de todos os credores.

A classificação de ações preferenciais difere de uma classificação de um título porque se aplica a uma emissão patrimonial que é intrinsecamente diferente e subordinada à emissão de débito. As classificações de ações preferenciais geralmente representam uma avaliação da capacidade e da boa vontade do emissor em pagar dividendos de ações preferenciais e quaisquer obrigações aplicáveis ao fundo de amortização.

Riscos de investimento em títulos de Emissores Estrangeiros

O Fundo pode investir até 20% de seu ativo total em dólares americanos denominados títulos, emitidos por governos estrangeiros e outros emissores estrangeiros que são semelhantes, em

qualidade, às títulos mencionadas acima. O assessor de investimento do Fundo acredita que, em alguns momentos, tais títulos de débito estrangeiro possam fornecer rendimentos maiores do que títulos de emissores nacionais que têm maturidades semelhantes.

Os investimentos em títulos estrangeiros apresentam certos riscos não comumente associados a investimentos em emissores de títulos dos EUA. Estes riscos incluem flutuações nas taxas de câmbio de moeda estrangeira, eventos políticos, econômicos ou legais (incluindo guerra ou outra instabilidade, expropriação de ativo, nacionalização e taxação confiscatória), a imposição de limitações de câmbio estrangeiro (incluindo corretagem de moeda), taxas de imposto de renda retido na fonte sobre dividendos ou pagamentos de juros ou transações de capitais ou outras restrições, custos maiores de transação (incluindo corretagem maior, custos de quitação e custódia e custos de conversão de moeda) e uma possível dificuldade em reforçar obrigações contratuais ou tomada de ação judicial. Da mesma maneira, títulos estrangeiros podem não ser tão líquidos e podem ser mais voláteis do que títulos nacionais comparáveis.

Além disto, existe geralmente menos informação publicável disponível sobre muitos emissores estrangeiros e emissores de títulos estrangeiros são sujeitos a requerimentos diferentes e menos abrangentes de abertura de relatório de auditoria, contabilidade e finanças do que emissores nacionais. Há, geralmente, menos regulação do governo de Bolsa de Valores, corretores e companhias listadas fora do que nos EUA, e, em relação a certos países estrangeiros, há uma possibilidade de expropriação ou taxação confiscatória, ou eventos diplomáticos que poderiam afetar o investimento naqueles países. Devido ao fato de haver, em geral menos regulamentação governamental e supervisão de mercados de ações, corretores e distribuidores do que nos EUA, o Fundo pode experimentar dificuldades para se estabelecer ou atrasos normalmente não observados nos EUA.

Atrasos em fazer negócios em títulos estrangeiros relacionados a restrições de volume, limitações ou restrições, procedimentos de despacho e quitação podem impactar nos rendimentos e resultar em período temporários quando os ativos não estão totalmente investidos ou oportunidades atraentes de investimento são perdidas.

Investimentos em títulos de países de mercado em desenvolvimento ou emergentes estão sujeitos a maiores riscos do que investimentos em títulos de mercados desenvolvidos, uma vez que países de mercado emergente tendem a ter estruturas econômicas que são menos diversas e maduras, além de sistemas políticos que são menos estáveis do que em mercados desenvolvidos.

Além dos riscos crescentes de investimento em emissores estrangeiros, há geralmente custos aumentados de transações associados ao investimento em títulos estrangeiros, incluindo os custos incorridos em relação a moedas de conversão, corretagem estrangeira maior ou custos com distribuidor e custos maiores de quitação ou custos de custódia.

Uso de opções, contratos de futuros e opções relacionadas

O Fundo pode usar várias estratégias de investimento, incluindo opções, futuros e opções sobre futuros, dependendo do status de portfólio do Fundo e das expectativas do assessor de investimento do fundo no que diz respeito aos mercados de títulos. Embora o assessor de investimento do Fundo procure usar as práticas para desenvolver os objetivos de investimento do Fundo, nenhuma garantia pode ser dada que o uso destas práticas irá alcançar este resultado.

O Fundo pode engajar-se em transações de opções em títulos, índices ou em futuros para tentar gerenciar o risco de portfólio em mercados prósperos ou em declínio. Por exemplo, o valor de uma opção de compra geralmente aumenta à medida que o valor do título prioritário diminui abaixo de um nível específico. O valor é protegido contra um declínio do mercado na proporção em que o desempenho da opção de venda correlaciona-se com o desempenho do portfólio do investimento do fundo. Se o mercado se mantém estável ou avança, o Fundo pode abster-se de exercer a opção de venda e seu portfólio irá participar do adiantamento, tendo incorrido apenas no custo do prêmio para a opção de venda.

Geralmente, o Fundo espera que opções sejam compradas ou vendidas em trocas de títulos. Entretanto, o Fundo está autorizado a comprar e vender opções cotadas e de balcão. Estas estão sujeitas a certos riscos adicionais incluindo a inadimplência da outra parte à transação e a liquidez das transações.

O Fundo pode entrar em contratos para a compra ou venda para entrega futura de título de renda fixa ou contratos baseados em índices financeiros incluindo qualquer índice de título do governo dos EUA ou título de governos estrangeiros (contratos futuros) e pode comprar e vender opções para comprar e vender contratos de futuros (opções em contratos de futuros). Uma venda de futuros significa uma obrigação contratual para adquirir os títulos estipulados pelo contrato a um determinado preço e em uma data específica. O comprador de um contrato de futuro sobre um índice concorda em aceitar a entrega de uma quantia de dinheiro igual à diferença entre um múltiplo especificado do valor do índice na data limite do contrato e o preço pelo qual o contrato foi inicialmente acertado. Nenhuma entrega física dos títulos de renda-fixa

subjacente ao índice é feita. Estas técnicas de investimentos são geralmente usadas para proteção contra mudanças antecipadas de futuro em juros ou taxas de câmbio que podem ou adversamente afetar o valor dos títulos de portfólio do Fundo ou o preço dos títulos que o Fundo planeja comprar numa data posterior.

Em certos casos, os mercados de opções e futuros fornecem investimento ou oportunidades de gerência de risco que não estão disponíveis em investimentos em títulos. Além disto, algumas estratégias podem ser realizadas mais facilmente e a um custo mais baixo, utilizando-se os mercados de opções e de futuros ao invés de comprar ou vender títulos portfólio ou moedas. Entretanto, tais transações envolvem riscos diferentes do investimento direto em títulos subjacentes. Por exemplo, pode haver uma correlação imperfeita entre o valor dos instrumentos e o ativo subjacente. Além disto, os riscos de tais instrumentos incluem os riscos de não-pagamento pela outra parte para determinadas transações. O Fundo pode incorrer em perdas ao usar estes instrumentos que parcial ou completamente compensam ganhos em posições de portfólio. Estas transações podem não ser liquidadas e envolvem risco de gerente. Além disto, tais transações podem envolver comissões e outros custos, o que pode aumentar as despesas do Fundo e reduzir seu retorno.

Outros investimentos e fatores de risco

Para propósitos de gerência de capital, o Fundo pode engajar-se em acordos de recompra com corretores, bancos e outras instituições financeiras para ganhar um retorno sobre dinheiro temporariamente disponível. Tais transações estão sujeitas ao risco de não pagamento pela outra parte.

O Fundo pode emprestar seus títulos de portfólio numa quantia de até 10% dos ativos líquidos do Fundo para corretores, bancos e outros mutuários institucionais reconhecidos de título para gerar renda no título emprestado e qualquer colateral recebido. O Fundo pode incorrer em taxas de empréstimos e outros custos junto a empréstimos de títulos, e empréstimos de títulos estão sujeitos ao risco de não pagamento pela outra parte.

O Fundo pode investir até 10% de seus ativos líquidos em títulos não líquidos e certos títulos restritos. Tais títulos podem se tornar difíceis ou impossíveis de serem vendidos no momento ou pelo preço que o Fundo gostaria. Conseqüentemente, o Fundo pode ter que vender tais títulos a um preço mais baixo, vender outros para obter dinheiro ou engajar-se em outras oportunidades de investimento.

O Fundo pode vender títulos a despeito da duração de tempo que elas foram mantidas para tirar vantagem de novas oportunidades de investimentos, ou rendimentos diferenciais, ou, por outras razões. Deve-se esperar que a taxa de *turnover* do Fundo varie de ano para ano. Uma taxa de *turnover* de portfólio alta (100% ou mais) ou mais aumenta os custos de transações do Fundo (incluindo comissões de corretagem ou custos do distribuidor) e pode resultar na realização de maiores ganhos de capital a curto prazo do que se o Fundo tivesse uma taxa de turnover de portfólio menor. Aumentos nos custos de transação do Fundo impactariam adversamente em seu desempenho. A taxa de turnover não será, entretanto, um fator limitador, se o assessor de investimento do Fundo considerar como apropriadas as mudanças do portfólio.

Estratégia Defensiva Temporária. Quando as condições de mercado ditam uma estratégia de investimento mais “defensiva”, o Fundo pode investir numa base temporária com uma parte ou com todos os seus ativos em títulos emitidos ou garantidos pelo mercado dos EUA, suas agências ou instrumentalidades, papel comercial prime, certificados de depósito, aceites de bancos e outras obrigações de bancos nacionais, tendo ativos totais de pelo menos 500 milhões de dólares, acordos de recompra, e instrumentos de mercado de dinheiro a curto prazo. Sob condições normais de mercado, o rendimento sobre estes títulos tenderá a ser mais baixo do que sobre outros que possam pertencer ao Fundo. Ao tomar tal posição defensiva, o Fundo não estaria comprando e pode não atingir seu objetivo de investimento.

2.2.8. Investimentos no mercado financeiro

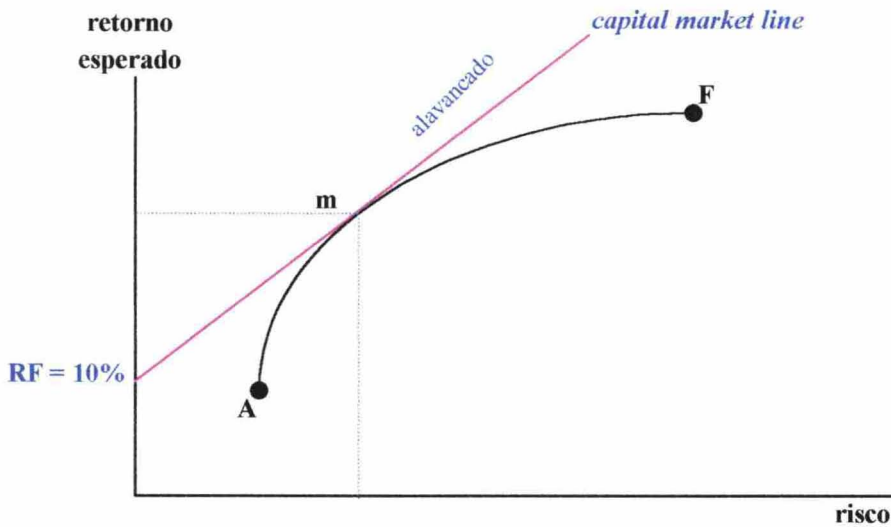
O mercado financeiro pode apresentar uma série bastante grande de alternativas de investimentos. Na verdade, os investimentos podem contemplar desde simples aplicações financeiras com o objetivo de maximizar o caixa líquido ou disponível de uma corporação, passando por operações de *hedge* de ativos, securitização de ativos ou passivos, até aquisição de participações societárias com objetivos estratégicos de aumento de participação no mercado (*market share*) ou garantia de fornecimento de insumos ou de colocação de produção (denominados como contratos de aquisição de participação, ou contratos de *tolling fee*).

Desta forma, pode-se dizer que em ambos os casos que os administradores de uma corporação pretendem é agregar valor ao investimento efetuado pelos acionistas. Contudo, a tomada de decisão sobre em qual ativo será efetuado o investimento envolve toda uma estratégia de análise de cenários, que em geral consideram os riscos e incertezas da eficácia das decisões, e que culminam com o objetivo principal do investimento que pode ser uma simples proteção de um determinado ativo até a garantia da produção da corporação ou o balizamento do custo de produção (*standardized cost*). Este é o cenário que será abordado neste tópico.

Fronteira da eficiência

A fronteira da eficiência é representada pela curva dos ativos de A à F. Neste caso, conforme explanado por FRANCIS³¹, os ativos componentes deste portfólio somente estarão sujeitos ao risco sistêmico, causado por variações na economia, na política e no ambiente social como um todo.

³¹ Obra citada, página 621.



Conforme FRANCIS (página 622), a linha de mercado (*Capital Market Line* – CML) pode ser calculada através da fórmula abaixo:

$$E(r_i) = R + \left(\frac{E(r_m) - R}{\sigma_m} \right) \sigma_i$$

Onde

$E(r_i)$ = retorno esperado do ativo i do portfólio;

R = taxa livre de risco (por exemplo, TBill, TJLP, LBC, dentre outras), balizadoras do retorno do investimento desejado;

$E(r_m)$ = taxa de retorno esperada do portfólio de mercado (por exemplo, BOVESPA, Dow Jones, Nasdac, S&P, dentre outras);

σ_i = risco total medido pelo desvio padrão do ativo i ;

σ_m = desvio padrão do retorno do portfólio de mercado.

Da figura exposta acima, cabem algumas considerações:

- ✓ A curva dos ativos de A à F representa a fronteira de eficiência do portfólio, isto é, a carteira com títulos e valores mobiliários que maximizam o fator risco x retorno exigido pelo investidor;
- ✓ O ativo A é o que oferece o menor risco e o menor retorno, e o ativo F é o que oferece o maior retorno com o maior risco. Contudo, verifica-se que poder-se-ia aplicar em outro ativo de mesmo risco que o ativo A, com um retorno maior;

- ✓ O ponto “m” representa o ponto onde a reta da taxa livre de risco tangencia o portfólio, isto é, onde o fator retorno esperado x risco é maximizado;
- ✓ Acima do ponto “m”, o portfólio estará trabalhando com passivos com risco, isto é, o portfólio estará alavancado;
- ✓ Na medida em que a taxa livre de risco for aumentada, exigirá que o portfólio assuma mais riscos para obter o mesmo retorno desejado.

Investimento de carteira

Conforme KASZNAR³², o investimento de carteira representa uma opção relativamente nova, concentrando-se, basicamente, nas nações desenvolvidas, embora os fundos denominados como de *private equity* tenham aumentado o volume de investimentos na última década.

O mesmo autor diferencia investimento direto do investimento em carteira. O direto implica em atividade imediata do proprietário na administração de uma empresa, onde a participação tem como objetivo o controle da sociedade. No investimento de carteira há uma certa participação proprietária, mas sem muita influência, onde o acionista prima mais pelo retorno do investimento do que pela influência no controle.

O investimento de carteira (*portfolio investment*) é de grande importância para o modelo que se está propondo nesta dissertação, vez que é um típico instrumento de desenvolvimento para a empresa investida, onde os recursos poderão ser utilizados para incrementar sua atividade fim, com um custo de captação bem mais reduzido do que as formas tradicionais de empréstimos ou colocação de títulos de dívida.

Risco e retorno de investimento estrangeiro

O investimento em um papel estrangeiro ou no exterior envolve todo o risco associado ao investimento doméstico mais o risco específico do câmbio. Na verdade, o risco adicional está associado com o investimento estrangeiro vez que pode haver incertezas quanto a conversão do fluxo de caixa estrangeiro em moeda local. Conforme SHARPE³³, este risco pode ser desmembrado em política de risco e risco de câmbio.

³² Obra citada. página 361.

³³ Obra citada. página 880.

A política de risco refere-se a incertezas acerca da capacidade de um investidor em converter a moeda estrangeira em moeda local. Especificamente, um governo estrangeiro pode restringir, taxar ou proibir completamente a conversão de uma moeda em outra. Isto porque as políticas cambiais mudam de tempos em tempos, desta forma, a capacidade de um investidor em converter seu fluxo de caixa pode também estar sujeito a estas incertezas.

O risco de câmbio refere-se a incerteza acerca da taxa ou paridade na qual a moeda estrangeira pode ser convertida em moeda local no futuro. Isto é, na data em que a moeda estrangeira foi comprada para o investimento a paridade era de digamos $1 \text{ US\$} = 1 \text{ R\$}$, se na data do resgate da aplicação $\text{R\$} > 1$, o investidor obteve um ganho, na hipótese de $\text{R\$} < 1$ o investidor obteve uma perda cambial. Este é o denominado risco de câmbio.

Ainda conforme SHARPE (página 881), é importante ser diferenciado dois *approaches* diferentes de gerenciamento do risco cambial: o gerenciamento passivo da moeda e o gerenciamento ativo da moeda.

O gerenciamento passivo da moeda envolve uma estratégia de controle permanente da exposição do portfólio ao risco da moeda, por exemplo mudando a composição do portfólio concentrando mais ou menos em instrumentos derivativos visando garantir a estabilidade da moeda.

O gerenciamento ativo envolve uma estratégia de mudanças freqüentes na exposição da moeda para obter vantagens de mudanças de curto prazo nas mudanças de paridade. Neste caso, visto que não haverá a proteção cambial (*hedge* com derivativos) apresentado no gerenciamento passivo, o risco será um componente a ser considerado nesta estratégia.

Listagem internacional de ações

A aquisição de títulos e valores mobiliários de empresas ou instituições estrangeiras se dá, geralmente, através da compra destes papéis nos respectivos mercados locais onde são negociados. Particularmente no que se refere a ações, a compra poderá ser feita não só nos mercados locais, como também no próprio mercado americano.

No caso de compra de ações de empresas estrangeiras no mercado americano o exemplo característico são as ADRs (*American Depositary Receipts*), conforme modelo desenvolvido nesta dissertação.

Conforme estudo apresentado por SHARPE (página 889) abrangendo o período de 1973 a 1983, onde foram consideradas 45 ADRs de empresas estrangeiras, verificou-se que quando comparado com o índice beta (β) de todas as ações listada na NYSE (*New York Stock Exchange*), o índice beta dos 45 ADRs teve um valor médio de 0,26, enquanto que o mesmo índice beta das ações listadas na NYSE teve um valor de 1,01.

O mesmo estudo mostrou, ainda, que a correlação dos ADRs com as ações que compõem o portfólio da NYSE foi de 0,33, enquanto que no caso das ações de empresas americanas foi de 0,53.

Outrossim, o referido estudo ainda mostrou que portfólios constituídos exclusivamente de ações de empresas americanas obtiveram um desvio padrão de 5,50%, contra 4,41% de um portfólio constituído com 10 ADRs.

Desta forma, pode-se concluir, através deste estudo que um portfólio formado por ações de empresas americanas e por ADRs tende a apresentar um desvio padrão menor, com conseqüente menor risco de investimento.

A afirmativa acima vem a reforçar o modelo desenvolvido nesta dissertação.

Mercado financeiro internacional

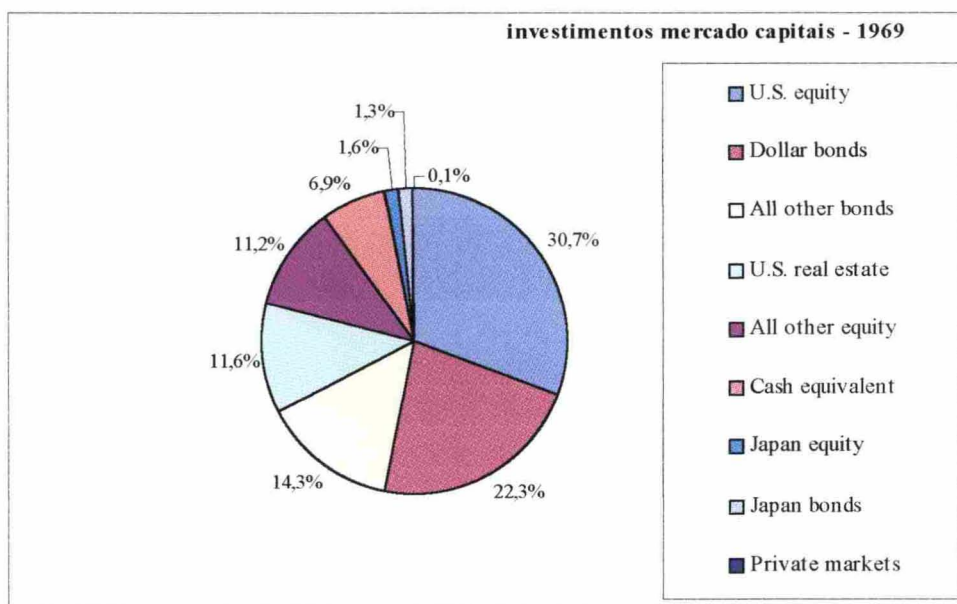
Segue abaixo estudo comparativo realizado por REILLY & BROWN³⁴ sobre a evolução do mercado financeiro internacional no período de 1969 a 1998 (valores em US\$ bilhões):

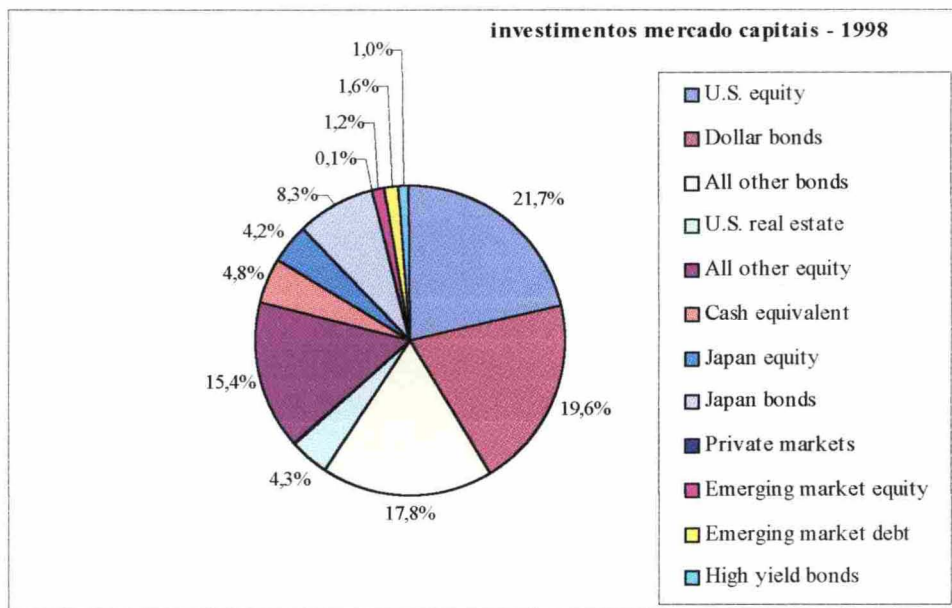
³⁴ Obra citada, páginas 71 e seguintes.

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

	1969		1998	
	\$	%	\$	%
U.S. equity	706	30,7	12.629	21,7
Dollar bonds	513	22,3	11.407	19,6
All other bonds	329	14,3	10.360	17,8
U.S. real estate	267	11,6	2.503	4,3
All other equity	258	11,2	8.963	15,4
Cash equivalent	159	6,9	2.794	4,8
Japan equity	37	1,6	2.444	4,2
Japan bonds	30	1,3	4.831	8,3
Private markets	2	0,1	58	0,1
Emerging market equity	0		698	1,2
Emerging market debt	0		931	1,6
High yield bonds	0		582	1,0
Total	\$2.300	100,0	\$58.200	100,0

Os valores acima podem ser representados graficamente como segue:





Do estudo apresentado acima se pode visualizar claramente o surgimento de um mercado financeiro de países emergentes no valor de cerca de US\$ 2,2 trilhões, representado uma participação total no mercado internacional de cerca de 3,8%.

Estes dados leva a conclusões sobre o movimento de ataques especulativos a moedas de países emergentes, vez que estes papéis via de regra servem de lastro a operações financeiras derivativas de grandes corporações localizadas em países desenvolvidos e, conseqüentemente, aos tesouros nacionais destes países, considerando-se que parte, senão a totalidade, destes papéis compõem a tesouraria de investimentos denominados como “equivalentes de caixa” que são utilizados em operações financeiras para lastrear a aquisição de títulos públicos emitidos pelos tesouros nacionais destes países. Outra ilação que se pode fazer com os dados apresentados é quanto ao aumento do prazo de resgate destes títulos públicos³⁵. em até 5 anos, que é o prazo médio de resgate dos títulos denominados como *debt securities* emitidos por corporações e tesouros nacionais de países emergentes.

Conseqüentemente, estas operações têm reflexo direto na velocidade de circulação da moeda, ocasionando problemas de liquidez no mercado financeiro de países emergentes, cujas moedas servem de sustentabilidade para manutenção do equilíbrio da base monetária dos países desenvolvidos, notadamente dos US\$ e do Euro\$.

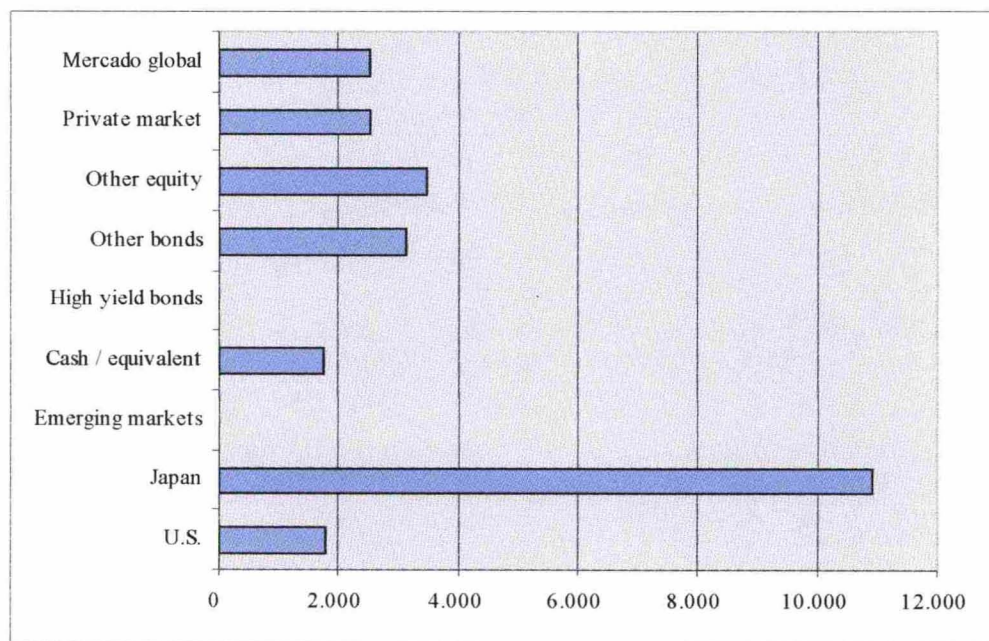
³⁵ Conforme levantamento efetuado junto ao Tesouro norte-americano, cerca de 76% dos títulos públicos emitidos pelo Tesouro dos Estados Unidos têm vencimento em até 5 anos.

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

Considerando-se o estudo realizado por REILLY & BROWN, abaixo é apresentado uma análise da evolução do mercado financeiro global no período de 1969 a 1998 em valores índice, cujo ano de 1969 foi considerado como base 100:

securities	participação %		variação		
	1969	1998	\$	%	índice
U.S.	64,6	45,6	25.053	-19,0	1.786,2
Japan	2,9	12,5	7.208	9,6	10.907,0
Emerging markets	0,0	2,8	1.630	2,8	-
Cash / equivalent	6,9	4,8	2.635	-2,1	1.760,3
High yield bonds	0,0	1,0	582	1,0	-
Other bonds	14,3	17,8	10.031	3,5	3.149,8
Other equity	11,2	15,4	8.705	4,2	3.479,3
Private market	0,1	0,1	56	0,0	2.530,4
Mercado global			55.900		2.530,4
Desvio padrão	21,7	15,0	8.240,7	8,4	3.485,8

Os dados acima podem ser apresentados graficamente como segue:



Com base nos dados apresentados acima, pode-se fazer algumas observações importantes:

- ✓ A participação de títulos emitidos por corporações e pelo tesouro dos Estados Unidos apresentou uma redução de 19%;

- ✓ A participação dos títulos denominados com o de caixa e equivalente de caixa (liquidez imediata) foi reduzida em 2,1%, o que comprova o chamado aperto na liquidez de moeda;
- ✓ O crescimento de títulos norte-americanos foi menor do que o crescimento de títulos do mercado global (1786,2 índice-base dos títulos norte-americanos contra 2.530,4 índice-base dos títulos do mercado global);
- ✓ O mercado de títulos japoneses cresceu cerca de quatro vezes mais do que o mercado global (10.907,0 índice-base dos títulos japoneses contra 2.530,4 índice-base do mercado global);
- ✓ A redução da liquidez no mercado global acompanhou a redução do crescimento do mercado de títulos norte-americano (1.760,3 dos títulos de liquidez imediata, contra 2.530,4 do mercado global);
- ✓ O mercado de títulos privados acompanhou o crescimento do mercado global (crescimento de 2.530,4 índice-base em ambos os casos);
- ✓ Ocorreu o surgimento de outros mercados de títulos, como é o caso do mercado de títulos de países emergentes e do mercado de títulos denominados como *high yield bonds*. Estes últimos são objeto desta dissertação e podem desempenhar um papel importante na capitalização e/ou alavancagem financeira de corporações, principalmente de países emergentes, conforme será demonstrado no decorrer deste trabalho.

Os ADRs representam ações de empresas estrangeiras negociadas no mercado americano, principalmente. Desta forma, estes papéis podem se constituir em um bom instrumento de *hedge*, tanto para investidores americanos quanto para investidores estrangeiros.

Notadamente o modelo objeto desta dissertação através da Regra 144A da SEC proporciona uma flexibilização ainda maior, visto que possibilita a inserção destes papéis em programas financeiros, que por flexibilizar a sua negociação em qualquer outro país, podem ser utilizados como instrumento financeiro para “*hedgear*” ou limitar riscos em um portfólio, além da capitalização ou financiamento do desenvolvimento de atividades operacionais das corporações.

CAPÍTULO 3 - METODOLOGIA

3.1. Tipo de pesquisa

Conforme classificação proposta por Vergara (1997), a presente pesquisa será desenvolvida baseada nos seguintes métodos :

a) Quanto aos fins

metodológica : desenvolvimento de modelo de operação financeira que proporcione alavancagem financeira com redução do custo de captação de recursos à uma empresa emissora de ADRs pela Regra 144A do *The Securities Act of 1933*.

descritiva : demonstração da variação do mercado de *Depositary Receipts* nos Estados Unidos da América no período de 1990 a 2001, da flutuação da Taxa de Retorno do Investimento (IRR) e da remuneração dos Programas Financeiros (*High Yield Program*) de empresas brasileiras emissoras de ADRs.

explicativa : demonstrar o retorno do investimento em ADRs pela Regra 144A do *The Securities Act of 1933* através da teoria do Mercado Eficiente.

b) Quanto aos meios

documental : avaliação e comentários técnicos acerca das normas que regulam a matéria (*The Securities Act of 1933; The Securities Exchange Act of 1934; The Investment Company Act of 1940; United States Code; Regulation : M; ATS; S-K; S-B; S-X; S-T*)

bibliográfica : utilização, em caráter analítico, de material publicado em livros, revistas, jornais, cotações de bolsas de valores e entidades especializadas

3.2. População e amostra

População: será objeto de análise deste estudo o mercado financeiro de negociação de *Depositary Receipts* nos Estados Unidos da América.

Amostra: dentro da população mencionada, serão selecionados DRs de empresas brasileiras negociados no período de 1990 a 2001, e que nesta data possuíam programas com títulos negociados no mercado norte-americano. A amostra será analisada em blocos por tipo de operação (ADR, GDR ou Regra 144A).

3.3. Seleção dos sujeitos

Os sujeitos da pesquisa serão :

- ✓ Bancos de Investimentos : Bank of New York; Citibank N.A.; Morgan Stanley Dean Witter. Salomon Smith Barney;
- ✓ Bolsas de Valores : Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA; *New York Securities Exchange – NYSE*; *American Stock Exchange – AMEX*; *National Association of Dealers Automated Quotation – NASDAQ*;
- ✓ Entidades governamentais : Banco Central do Brasil – BACEN; Comissão de Valores Mobiliários – CVM; *United States Treasury*;
- ✓ Veículos especializados : *The Wall Street Journal*; *Standard & Poor's – S&P*; *National Venture Capital Association – NVCA*; *Gazeta Mercantil*.

3.4. Coleta de dados

A seleção dos dados objeto de análise neste trabalho será efetuada de forma aleatória, tendo como base listagem de empresas com programas de *Depositary Receipts – DR* negociados no período de janeiro/1990 à 2001 no mercado norte-americano, fornecida pelo *Citibank*.

No Anexo III é apresentado quadro das empresas com programas de ADRs negociados no mercado norte-americano, por empresas brasileiras.

Além da relação mencionada, os dados serão obtidos através de :

- a) pesquisa bibliográfica em livros, revistas e jornais especializados, com informações pertinentes ao assunto;
- b) levantamento de informações em *sites* específicos sobre o assunto na Internet;
- c) dados estatísticos recebidos, principalmente, dos bancos de investimentos sujeitos desta pesquisa.

3.5. Tratamento de dados

Esta fase virá posteriormente à coleta dos dados. Nela procurar-se-á com as teorias pesquisadas, os documentos e as informações obtidas compor um conjunto de dados, com os quais se buscará compreender e interpretar os fatos apresentados, evitando-se idéias empíricas e pré-concebidas.

Os dados serão apresentados de forma estratificada, isto é, em subgrupos, abrangendo o período de janeiro de 1990 a dezembro de 2001. O grupo principal é o mercado americano de *Depositary Receipts* – DR, dividido em subgrupos, a saber:

- i) comparação do mercado total com o mercado de *sponsored DR*;
- ii) número de programas e de papéis por continente negociados, destacando as negociações de papéis de empresas brasileiras;
- iii) volume financeiro por continente negociado, destacando as negociações de papéis de empresas brasileiras;
- iv) ingresso de capital novo (*raising capital*) através de ofertas públicas e privadas (*public & private offerings*), por continente, destacando os aumentos ocorridos em empresas brasileiras;

Uma vez depurados, os dados e as informações coletados estarão “aptos” à elaboração da proposta de solução do problema desta pesquisa.

3.6. Limitações do método

O método ora proposto apresenta algumas limitações, enumeradas a seguir.

A metodologia estratificada em subgrupos proposta apresenta a grande virtude de possibilitar uma visão generalizada do mercado de DRs, bem como de uma análise global da *performance* das empresas brasileiras em seu contexto. Contudo este tipo de análise não considera determinadas condições especiais de colocação de papéis no mercado, como por exemplo a colocação dos papéis da Petrobras em agosto/2000, com uma conotação de preparação de uma eventual privatização da empresa. Outro fator limitativo se justifica por se tratar de um mercado que está diretamente relacionado com um planejamento estratégico corporativo da empresa emissora dos papéis, onde nem sempre o principal objetivo é a maximização do valor do papel no mercado, mas que permeia, também, razões políticas (caso das privatizações), formação de valor de mercado da empresa (caso de processos de incorporações, fusões e cisões de grupos), internacionalização da empresa (caso de aumento de participação de mercado ou de produção em escala dos produtos), dentre outros fatores.

No que pesem os efeitos dos fatores limitativos da metodologia aplicada, a estratificação em subgrupos ora proposta se justifica se considerado o foco apresentado na delimitação do estudo, qual seja, como referencial para proporcionar instrumento de alavancagem financeira para empresas brasileiras com redução de custo de captação de recursos.

CAPÍTULO 4 – APLICAÇÃO E RESULTADOS

Neste tópico serão apresentados custos comparativos de alavancagem de alguns instrumentos financeiros disponíveis nos mercados de valores mobiliários, notadamente no que se refere a comparabilidade destes com o modelo proposto nesta dissertação, onde, respeitadas as restrições impostas à sua operacionalidade, as empresas brasileiras poderão se valer para captar recursos a serem utilizados no cumprimento de suas metas de agregar valor aos seus patrimônios, desenvolvimento econômico, através da melhoria de produtividade e, por conseguinte, do “modus vivendi” da comunidade na qual estas empresas estão inseridas.

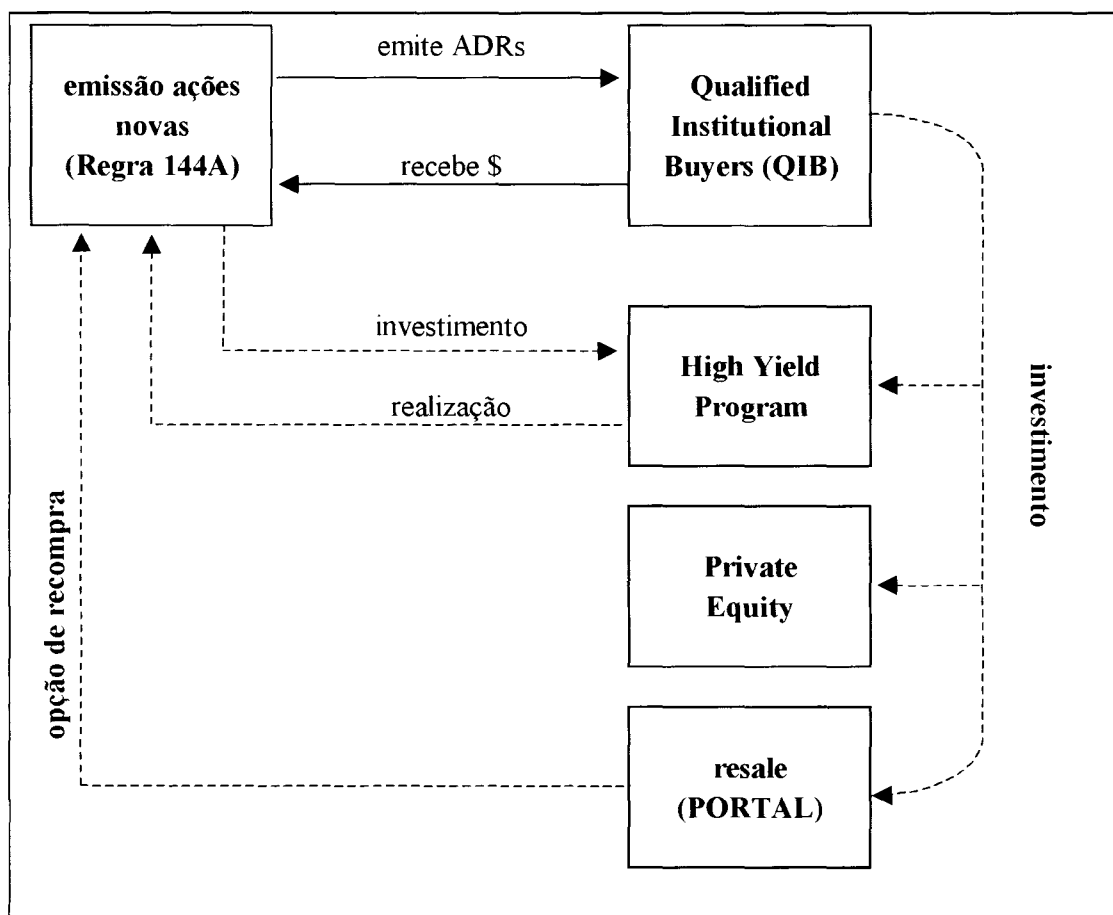
A hipótese para o desenvolvimento deste modelo está suportada em uma série histórica de dados compreendida no período entre 1990 e 2001. Estes dados receberão o tratamento de séries temporais.

A utilização desta metodologia se justifica em razão de ser a mais indicada pela boa técnica de métodos quantitativos e estatísticos quando são tratados modelos voltados para a projeção de resultados e *budgeting* de fluxo financeiro das empresas, isto é, quando envolvem a projeção de valores futuros de uma variável, com base em observações do presente e do passado dessa variável.

O modelo apresentado nesta dissertação demonstrará a sua aplicabilidade através da redução do custo financeiro de captação de recursos.

4.1. Modelo de instrumento de alavancagem financeira e de captação de recursos com redução de custo financeiro

O fluxograma do modelo de alavancagem financeira através da emissão de *American Depositary Receipts* - ADR pela Regra 144A, conforme objeto deste trabalho, pode ser apresentado como abaixo:



Conforme se pode observar do fluxograma acima apresentado, a utilização deste modelo proporcionará à uma empresa a captação de recursos no mercado internacional, através da utilização de instrumento de alavancagem financeira, com redução dos respectivos encargos financeiros. Relativamente aos custos da operação, os mesmo encontram-se especificados no item 4.2.

Segue abaixo um resumo ilustrativo das etapas a serem obedecidas pelas empresas que desejarem captar recursos consoante o modelo proposto nesta dissertação. Cabe ressaltar que o fluxograma da emissão dos ADRs, compreendendo a emissão, custódia e registro encontra-se descrito no item 2.2.

- a) A empresa fará uma emissão privada de ações novas (ADRs), consoante a Regra 144A;
- b) Estes papéis serão adquiridos por compradores institucionais qualificados (QIBs);
- c) Visando maximizar o seu resultado financeiro, a empresa poderá aplicar os fundos recebidos na operação:
 - 1. Em programas financeiros (*High Yield Program*), auferindo um rendimento, conforme mencionado no item 4.2 gerando recursos necessários ao giro de seu caixa. Geralmente estes programas financeiros têm prazo médio de duração de cerca de dez meses, o que pode ser perfeitamente compatibilizado com um programa de expansão ou modernização do parque fabril de uma empresa;
 - 2. Em investimentos na atividade operacional, como é o caso de modernização do parque industrial, construção de parque fabril, aplicação em projetos de desenvolvimento de novos produtos, aquisição de participação em concorrentes ou fornecedores, visando aumento de participação no mercado ou redução de custos de industrialização, respectivamente, dentre outros;
- d) Os QIBs poderão incorporar estes papéis em suas carteiras de investimentos ou em seus fundos de investimentos, onde:
 - 1. Na opção por inserção dos papéis em carteiras de investimentos, conforme exemplo ilustrativo de fundo de investimento com carteira voltada para *high yield program* mostrado no item 4.2 ³⁶, o QIB alavancará sua carteira de investimento, podendo maximizar o retorno dos investidores do fundo;
 - 2. Na opção por fundos de investimentos, estes papéis comporão uma carteira de fundos de *private equity*, onde os investidores poderão participar na gestão do negócio da empresa, desde que previsto no acordo de acionistas (*shareholder's agreement*);
- e) Alternativamente, a empresa poderá optar, desde que devidamente acordado na emissão (*issuing financial agreement*), que os papéis emitidos serão resgatados após um prazo determinado de tempo (*resale* na operação via PORTAL). Neste caso duas hipóteses poderão ocorrer:
 - 1. Os dividendos pagos pela empresa emissora dos papéis poderão ser considerados como antecipação do preço de resgate (*leverage buy out*);
 - 2. O resgate será efetuado com os rendimentos auferidos na aplicação dos recursos recebidos em programas financeiros (*high yield program*).

Como mencionado no item 2.2.6, suportado em dados apresentados pelo *The Bank of New York*, durante 1997 emissores de mercados emergentes elevaram seu capital em mais de \$10,7 bilhões através de ADRs e GDRs. Se for particularizado estes números para o caso brasileiro,

³⁶ Este exemplo ilustrativo de fundo de investimentos com carteira voltada para *High Yield Program* foi extraído do fundo de investimentos *Van Campen Corporate Bond Fund*, conforme mencionado no item 2.2.7 acima.

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

pode-se verificar que no período de 1992 a 2001 as empresas brasileiras, através da utilização da emissão de ADRs, obtiveram ingresso de capital novo (*capital raising*) da ordem de US\$ 7,6 bilhões, conforme dados abaixo³⁷:

Capital raising	Shares	Value (\$)	Price (\$)
1.992	10.000.000	132.500.000	13,25
1.993	não houve emissão neste ano		
1.994	43.990.676	825.728.433	18,77
1.995	27.050.850	284.566.493	10,52
1.996	20.079.346	367.547.494	18,30
1.997	81.517.784	2.002.460.683	24,56
1.998	não houve emissão neste ano		
1.999	11.953.041	161.366.054	13,50
2.000	115.290.748	2.574.422.952	22,33
2.001	50.734.011	1.325.945.604	26,14
	360.616.456	7.674.537.713	21,28

Dos valores apresentados acima, pode-se mencionar especificamente quanto ao modelo apresentado neste trabalho a emissão pelas seguintes empresas brasileiras:

EMPRESA	PAPEL	NEGOC	DATA	VALOR
Cia Siderúrgica Tubarão - CST	GDR	PORTAL	1994	66.225.268
Cia Energ. São Paulo - CESP	GDR	PORTAL	1994	345.431.250
Rhodia-Ster S.A.	GDR	PORTAL	1994	105.919.029
Telecomunicações Brasileiras S.A.	RADR	PORTAL	1994	17.787.475
Usinas Sider. M.G. - USIMINAS	GDR	PORTAL	1994	152.365.411
Lojas Arapuã S.A.	GDR	PORTAL	1995	8.521.682
Latasa de Alumínio S.A.	GDR	PORTAL	1997	48.000.000
Makro Atacadista S.A.	GDR	PORTAL	1998	58.849.811
Rossi Residencial S.A.	GDR	PORTAL	1999	67.298.000
Total				870.397.926

Conforme se pode observar, do valor total negociado (US\$ 7,6 bilhões) por empresas brasileiras que emitiram ADRs no mercado norte-americano, somente 11,3% (US\$ 870 milhões) foi através de GDR / RADR³⁸ negociados via PORTAL. Se for considerada somente a Regra 144A o percentual cai para 0,23% (US\$ 17,7 milhões). Isto se explica pela maior complexidade na montagem da operação financeira de lançamento, porém esta operação pode maximizar a captação conforme mencionado no item 4.2 abaixo.

³⁷ Estes dados foram fornecidos pelo Citibank, N.A, através do site <http://citibank.com>

³⁸ O termo RADR significa o abreviativo utilizado no mercado financeiro para *Rule American Depositary Receipts*, isto é, os papéis que são negociados no mercado de acordo com a Regra 144A mencionada.

A negociação de papéis via PORTAL permite que uma empresa circule com maior facilidade e de forma mais ampla os seus papéis, reduzindo riscos, tendo em vista que os papéis poderão ser negociados em outros mercados (utilização como *hedge* cambial) ou incluídos em programas financeiros (*high yield programs*). Da mesma forma, com a “amercanização” das ações da empresa, esta poderá ter acesso com maior facilidade ao mercado norte-americano que conforme dados de dezembro de 2001 acima mencionados é da ordem de US\$ 24 trilhões.

Outro aspecto merecedor de destaque é o fato de que o modelo proposto oferece à empresa emissora dos ADRs a possibilidade de inclusão de seus papéis tanto em investimento direto como em investimento em carteira³⁹. Isto dito em outras palavras, no caso do investimento direto os papéis da empresa estariam inseridos, por hipótese, em fundos denominados como de *private equity*, onde os investidores teriam participação na gestão do negócio. No caso dos investimentos de carteira (*portfolio investment*) a grande vantagem verificada é a possibilidade da inserção dos papéis em programas financeiros, os quais, podem proporcionar a empresa emissora dos ADRs a possibilidade de obtenção de alavancagem financeira necessária ao financiamento de suas atividades operacionais.

Outro aspecto merecedor de destaque é o fato de que no caso do investimento de carteira o administrador do portfólio poderá não necessitar de instrumentos derivativos para proteger o investimento, pelo fato dos mesmos estarem sob a forma de acordos de *soft dollar*, isto é, protegidos por *hedge*⁴⁰.

³⁹ Conforme definição apresentada por KAZNAR, apresentada no item 2.2.8 deste trabalho.

⁴⁰ Esta afirmativa foi tirada como conclusão do estudo apresentado por SHARPE no item 2.2.8, onde este demonstrou que o índice beta (β) dos ADRs teve um valor médio de 0.26 contra 1.01 das ações listadas na NYSE.

4.2. Desenvolvimento e aplicação do modelo

Segue abaixo uma demonstração dos principais custos de captação de recursos através da utilização da Regra 144A:

Premissa:

Montante dos recursos (US\$ mil) 50.000

Itens	Regra 144A	
	\$	%
(1) Comissão da instituição financeira	2.250	4,5
(2) Custos de colocação	1.000	2,0
(3) Honorários advocatícios	500	1,0
(4) Honorários de auditoria e consultoria	100	0,2
(5) Outros custos	100	0,2
(6) Rendimento de participação em programa financeiro	(2.000)	(4,0)
Total	1.950	3,9

O quadro ilustrativo acima deve ser analisado considerando as seguintes premissas:

1. Visa demonstrar os custos de captação de recursos de longo prazo, voltados ao financiamento da atividade operacional (aquisição, por exemplo, de máquinas e equipamentos, construção de instalações, etc);
2. O montante de recursos indicado nas premissas é hipotético;
3. Relativamente aos valores apontados na operação de lançamento de ADRs pela Regra 144A cabe mencionar que:
 - a) Os encargos representam a média dos valores cobrados pelo Morgan Stanley Dean Witter na operação de colocação dos papéis da Companhia Vale do Rio Doce, em operação de mercado de balcão (*Over the Counter Market* - OTC), na razão do grupamento de ações de 250:1, conforme demonstrado no Anexo III;
 - b) O rendimento de participação em programa financeiro apresentado é hipotético no caso da operação da Companhia Vale do Rio Doce citada no item “a”, visto tratar-se de uma operação de “OTC” (pública) e não de emissão pela Regra 144A (privada). Contudo, a remuneração apresentada é a média mínima auferida nestes tipos de

programas conforme verificado através do Van Kampen Corporate Bond Fund⁴¹ em Dezembro/2000.

Ressalte-se que este é um exemplo sumarizante dos custos de emissão de um ADR. Conforme a necessidade para captação e tipo de aplicabilidade dos recursos para cada empresa, este modelo se alterará na composição dos custos, prazos e afins.

Conforme se pode verificar, o custo de captação pelo modelo desenvolvido neste trabalho é da ordem de 3,9%, menor do que aquele apurado tradicionalmente em uma operação de emissão de ações (*underwriting*), que é da ordem de 6,6%.

Cabe observar ainda, por oportuno, que os custos de captação de recursos apresentados no modelo objeto desta dissertação, considerando o valor hipotético de emissão citado, são menores do que aqueles apresentados no Anexo I no que se refere a emissão de *convertible bonds* (4,30%), *initial public offering* – IPO (8,72%) ou *shelf offering* (5,87%)⁴². Deve ser ressaltado que estes papéis são aplicados somente a empresas americanas e que traria uma série de dificuldades para uma empresa estrangeira fazer a emissão deles.

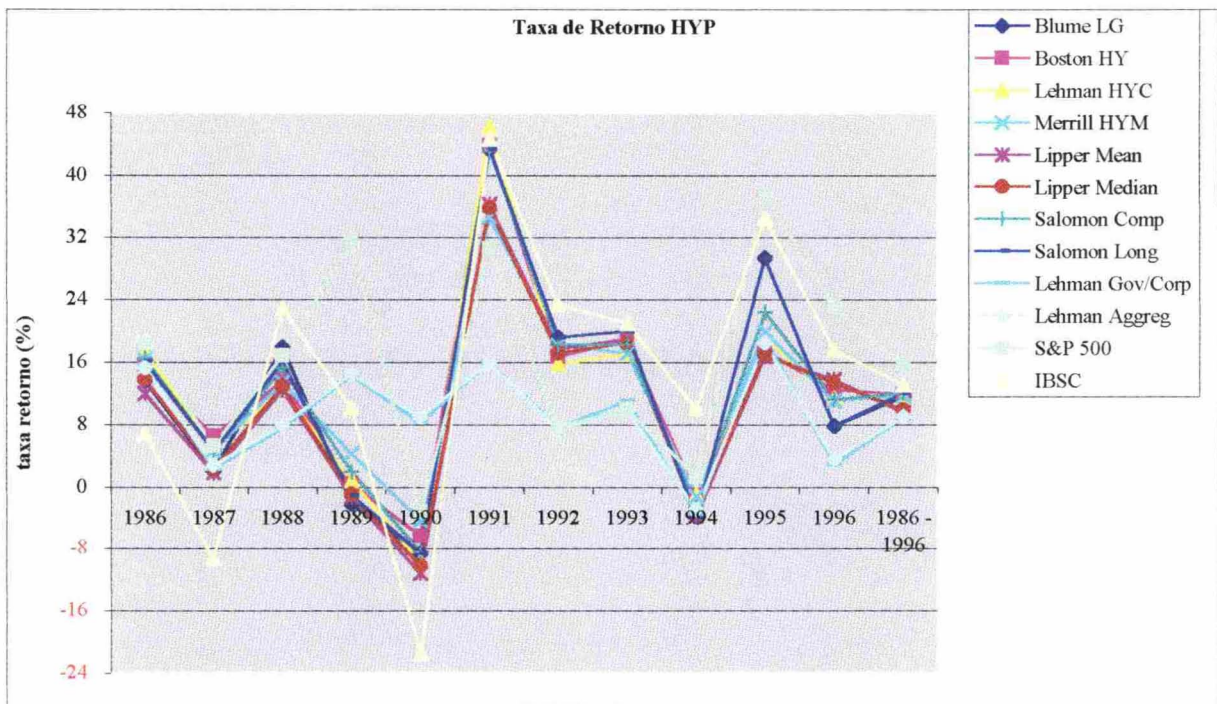
Taxa de retorno aplicada para o programa financeiro

Com o intuito de melhor compreensão e esclarecimento de operações com *high yield bonds*, mencionadas no item 2.2.7, será apresentado abaixo gráfico contendo a linha de performance do período de 1986 a 1996 das taxas anuais de retorno destas operações, cujos dados estão dispostos no Anexo II.

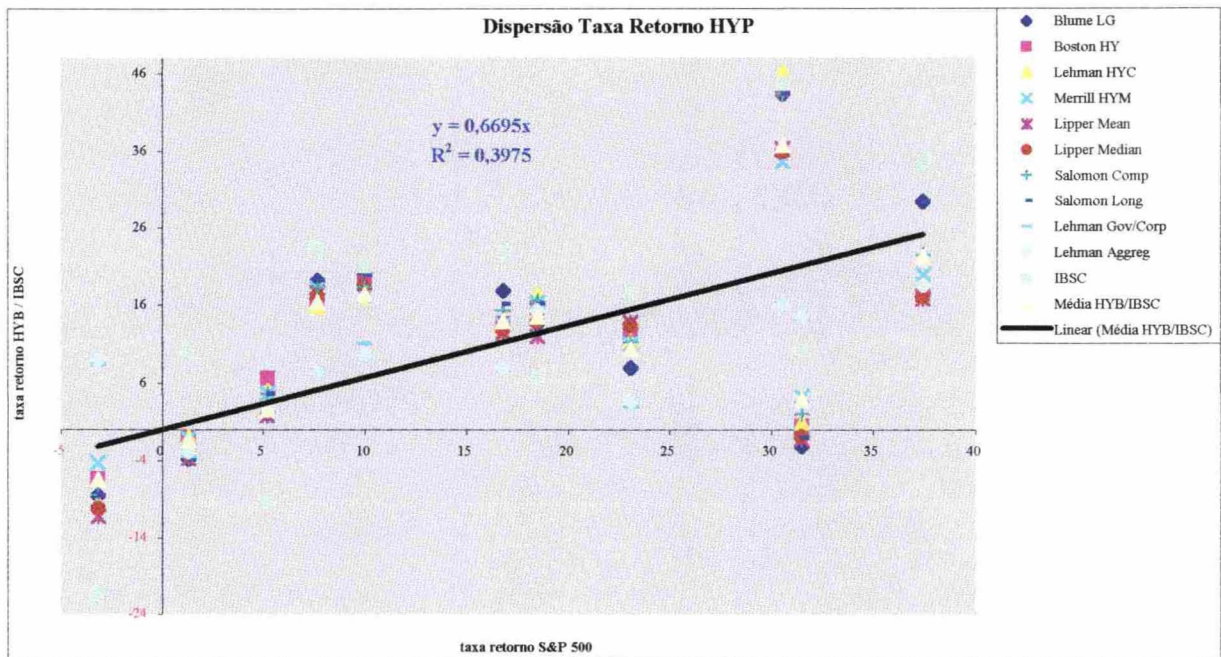
⁴¹ Van Kampen Corporate Bond Fund é um fundo mútuo de investimentos, administrado pelo Morgan Stanley Dean Witter, com carteira agressiva voltada para operações com papéis inseridos em *high yield programs*, cujo relatório encontra-se no item 2.3.7.

⁴² A composição destas taxas estão apresentadas no Anexo I

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR



Ainda com o fito comprobatório, segue abaixo gráfico de dispersão das taxas anuais de retorno dos *high yield bonds* e as taxas anuais de retorno do índice Ibbotson, em relação às taxas de retorno do índice S&P 500:



Os gráficos acima foram derivados do Anexo II e contém as taxas anuais de retorno de índices compostos de *high yield bonds* (HYB) de seis instituições financeiras, comparados com índices de performance de mercado de ações apurados pelo S&P 500 e IBSC⁴³.

Conforme se pode constatar no anexo II, as taxas de retorno anualizadas cumulativas⁴⁴ dos índices apresentados para o período de 1986 a 1996 indicam uma oscilação significativa entre os fundos, variando de 9,02% (Lehman Brothers Investment Grade – Govt/Corp) até 12,07% (Salomon Brothers High Yield Bond - Long). Deve-se mencionar que a oscilação diminui significativamente se forem considerados somente os índices de HYB, variando de 11,44 (Lehman Brothers High Yield Composite) até 12,07 (Salomon Brothers High Yield Bond - Long).

Cabe observar, por oportuno, que os índices de retorno dos HYB foram menores do que os índices apresentados pelo S&P 500 (15,57%) e o IBSC (13,08%). Contudo, deve ser considerado que o S&P 500 e o IBSC se aplicam exclusivamente a performance de ações de empresas americanas, mercado do qual as empresas estrangeiras estariam vedadas de participar se não fosse a possibilidade de emissão de ADRs. Considerando este fator, a performance de retorno destes programas pode ser considerada como satisfatória para atender aos objetivos principais deste trabalho, quais sejam, proporcionar instrumentos financeiros que possibilitem às empresas brasileiras, principalmente, obterem recursos destinados à capitalização e/ou investimentos operacionais com redução do custo de captação dos recursos.

Conforme se pode observar claramente que a taxa de retorno anualizada para o período compreendido entre 1986 a 1996, apresentada no gráfico acima está na faixa de 8% a 16%.

Para fins deste trabalho foi considerado uma variação para baixo no menor índice apurado (9,02%) de cerca de 50%, resultado do cômputo dos fatores restritivos de liquidez no mercado internacional, crises sistêmicas localizadas (como a da Argentina, por exemplo), conseqüente aumento do risco operacional, conforme os fatores macroeconômicos mencionados no item 2.1.6 acima.

⁴³ Conforme mencionado no Anexo II, o índice S&P 500 representa o índice de retorno do Standard and Poor's das quinhentas maiores empresas negociadas na *New York Stock Exchange* – NYSE com dividendos. O IBSC representa o Ibbotson Associates Small Capitalization Stock Index, índice de retorno de empresas que não estão classificadas entre as quinhentas maiores e nem compõem o índice da NYSE.

⁴⁴ As taxas de retorno anualizada cumulativas para o período de 1986 a 1996 foram apuradas pelos autores mencionados considerando a média ponderada mensal e o desvio padrão apurado em cada período, por carteira de investimento.

Desta forma, a taxa que está sendo utilizada neste trabalho para remuneração de valores aplicados em HYP pelas empresas emissoras de ADRS, conforme fluxograma acima, é uma remuneração anual de 4%.

Relativamente ao gráfico de dispersão das taxas de retorno dos HYB e IBSC, o mesmo foi elaborado com base nos dados apresentados no Anexo II (eixo dos Y), comparativos com os índices apresentados pelo S&P 500 (eixo dos X), onde foi traçada uma reta de tendência pela planilha em EXCELTM com base nas médias anuais apuradas. No mesmo gráfico é apresentado a equação da reta e a correlação entre as variáveis explicativas e a variável dependente (S&P 500), calculado também pela planilha em EXCELTM, indicado como R^2 .

O que se pode comentar do R^2 apurado (0,3975 ou 39,75%) é que ele vem a confirmar o estudo realizado por SHARPE mencionado no item 2.1.4, no sentido de que os ADRs não possuem uma forte correlação com a performance do mercado de ações de empresas americanas.

Observações acerca do Modelo apresentado

Como claramente demonstrado no modelo desta dissertação, mesmo sendo utilizada uma taxa conservadora de remuneração para aplicação em HYB de 4%, quando a remuneração mínima acumulada indica 9,02%, a empresa emissora de ADRs que adotar o modelo proposto neste trabalho terá uma redução de custo financeiro da ordem de 2,7 pontos percentuais, ou seja, uma redução de cerca de 41% no custo da captação dos recursos.

Outrossim, quanto aos QIBs, que serão as instituições financeiras encarregadas da operacionalização financeira do lançamento dos papéis, poderão utilizar os ADRs como *hedge* de portfólio de carteira de investimentos de fundos de *private equity*, por exemplo, vez que a correlação destes papéis com aqueles de empresas americanas negociados nas bolsas norte americanas apresentam fraca correlação, como ficou demonstrado acima.

CONCLUSÕES

Conforme se pode verificar nesta dissertação, a Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* - ADR requer da administração de uma empresa, bem como de seu gestor financeiro, um conhecimento profundo de várias áreas de conhecimento, com destaque para a análise de cenários macro e microeconômicos, suas implicações no mercado financeiro e de capitais local e internacional.

Sendo considerada a “internacionalização” da economia, e a necessidade cada vez maior das corporações expandirem suas atividades além das fronteiras nacionais, torna-se fundamental uma análise estreita dos fatos que estão ocorrendo no mundo exterior, bem como suas implicações na atividade do país e, particularmente, da empresa.

Por esta razão, esta dissertação procurou abranger os principais conceitos envolvidos nas principais áreas e atividades que tenham impacto direto na performance operacional e no retorno do investimento efetuado em uma corporação.

Da mesma forma que a internacionalização das atividades pode proporcionar um aumento na receita, através do aumento da participação no mercado, a corporação deverá estar atenta aos custos e riscos inerentes desta empreitada.

Sendo assim, seguindo a estrutura deste trabalho, as conclusões também serão apresentadas por tópicos (itens 4.1 e 4.2), onde são justificados o modelo e apresentadas as vantagens de sua adoção, notadamente a redução do custo financeiro e do risco inerente à operação.

Efeitos de liquidez no cenário macroeconômico

Conforme Relatório do Conselho de Política Monetária - COPOM, em reunião de 31 de janeiro de 2002 (67ª Reunião), a insuficiência média de liquidez no mercado monetário aumentou de R\$ 17,8 bilhões em novembro de 2001 para R\$ 19,78 bilhões em dezembro de 2001, comparados com uma posição de excesso de liquidez de R\$ 4,12 bilhões em média em dezembro de 2000, requerendo intervenções compensatórias por parte do Banco Central para manter a taxa de juros básica (Over Selic) próxima à meta estabelecida pela autoridade monetária. A insuficiência de liquidez em dezembro resultou de diversos fatores, notadamente no que diz respeito **a)** ao carregamento das posições determinadas pela colocação líquida de R\$ 8,9 bilhões em títulos federais em setembro, decorrente das colocações extraordinárias de títulos indexados ao dólar

para atender ao aumento da demanda por hedge após os eventos de 11 de setembro; **b)** ao aumento sazonal da demanda do público por moeda em dezembro (aumento de R\$ 7 bilhões na base monetária); e **c)** aos fluxos contracionistas das operações do Banco Central no mercado de câmbio (R\$ 2,2 bilhões).

As intervenções do Banco Central no mercado monetário visam permitir que a taxa Over-Selic fique próxima da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária em suas reuniões mensais, como previsto no regime de metas inflacionárias. Desde julho, o COPOM vem mantendo a meta da taxa Selic em 19% a.a., sem indicação de viés.

Ainda conforme observações feitas na mesma reunião do COPOM, a mediana das expectativas do mercado para o IPCA manteve-se estável em 4,80% para 2002 e em 4,00% para 2003, conforme pesquisa diária realizada pelo Banco Central do Brasil. As previsões para o IPC-Fipe também permaneceram constantes em 4,80% para o ano de 2002 e em 4,00% para o ano de 2003. As expectativas para o INPC aumentaram de 5,17% para 5,25% para o ano de 2002 e permaneceram inalteradas em 4,00% para o ano de 2003. As projeções para o IGP-DI mantiveram-se constantes em 5,85% para o ano de 2002 e aumentaram de 4,58% para 4,65% para 2003. As expectativas para o IGP-M declinaram de 5,84% para 5,78% para o ano de 2002 e de 4,60% para 4,52% para o próximo ano.

A mediana das expectativas de mercado para o crescimento do PIB declinou de 2,44% para 2,40% para 2002 e permaneceu inalterada em 3,50% para 2003. As projeções para o déficit em conta corrente aumentaram de US\$ 20 bilhões para US\$ 20,15 bilhões para 2002 e permaneceram constantes em US\$ 19,83 bilhões para 2003. As expectativas para o superávit da balança comercial reduziram-se de US\$ 4,80 bilhões para US\$ 4,70 bilhões para 2002, e de US\$ 6,0 bilhões para US\$ 5,8 bilhões para 2003.

A mediana das expectativas para a taxa de câmbio reduziu-se de R\$/US\$ 2,58 para R\$/US\$ 2,55 para o final de 2002 e manteve-se estável em R\$/US\$ 2,70 para o final de 2003. As projeções para a taxa Over-Selic elevaram-se de 16,51% a.a. para 17,00% a.a. para o ano de 2002 e permaneceram constantes em 14,00% a.a. para o ano de 2003.

Com relação ao setor fiscal, a mediana das expectativas de mercado para o superávit primário manteve-se estável em 3,50% do PIB para 2002 e em 3,05% do PIB para o ano de 2003.

Diante das expectativas macroeconômicas apresentadas na reunião do COPOM pode-se vislumbrar um cenário onde as empresas continuarão a ter uma restrição de crédito, um elevado

custo de captação de recursos necessários ao desenvolvimento do seu objeto social, tendo como consequência uma redução na remuneração do capital do investidor / acionista e, por consequência, uma remuneração menor da força produtiva – mão-de-obra, maior capacidade ociosa, consolidando com uma participação menor no desenvolvimento econômico e social do país.

Surge daí a necessidade da “expansão das fronteiras”, de forma tal que se possa reduzir a pressão interna sobre o crédito, redução da participação do Estado na economia, através de intervenções da autoridade monetária, de forma a proporcionar condições estáveis de gestão do negócio para a atividade econômica.

Esta estabilização poderá ser obtida, em parte, conforme ficou demonstrado acima, através da utilização do modelo desenvolvido nesta dissertação, pois com a redução do custo de captação de recursos necessários à gestão da produção, bem como da redução do risco operacional e sistêmico, a empresa poderá captar recursos no mercado internacional, reduzindo a pressão sobre o crédito no mercado interno, satisfazendo os objetivos dos acionistas, remunerando os investidores e proporcionando o desenvolvimento econômico e social necessários ao crescimento do país.

Captação de recursos no mercado norte-americano

A captação de recursos através de instrumentos financeiros públicos ou privados no mercado norte-americano embora seguindo regras rígidas de controle estabelecidas pela *Securities and Exchange Commission* – SEC permite a negociação destes instrumentos publicamente de forma mais flexibilizada.

Esta negociação mais flexibilizada, com maior eficácia e retorno financeiro poderá ocorrer através da adoção da Regra 144A, objeto deste trabalho, permitindo que instituições financeiras qualificadas com ativos maiores que US\$ 100 milhões negocie instrumentos financeiros sem a necessidade de registro na SEC americana. Este fato poderá transformar-se em uma grande vantagem competitiva, em razão da possibilidade de redução de custos operacionais de captação de recursos, bem como da abertura do leque de possibilidades de operações de alavancagem financeira.

Outra vantagem importante consiste no fato de que através da citada Regra 144A uma corporação poderá negociar instrumentos financeiros não só no mercado norte-americano como

também em outros mercados internacionais, desde que conforme regras estabelecidas pela SEC americana com custos de captação menores do que uma emissão ordinária de ações (IPO).

Utilização do *high-yield debt market* como instrumento de minimização de riscos

O grande problema dos títulos de dívida está relacionado com a volatilidade das taxas de juros e do câmbio, no caso de operações que envolvam moedas diferentes do mercado interno, vez que são bastante trabalhosas e complexas as operações de *hedge* com os ativos nos quais os recursos serão aplicados, de forma a garantir a remuneração exigida pelos investidores internacionais.

Outra observação que se faz necessária mencionar reside no fato de que o mercado “saudável” de títulos com valores ou rendimentos previamente fixados exige que haja a sua transferência de forma a proporcionar a circulabilidade de riquezas e, conseqüentemente, aumento de produtividade com redução de risco de crédito, vez que este estará diluído na cadeia de transferência do título.

Desta forma pode-se concluir facilmente que o risco de todos estes instrumentos financeiros está baseado no lastro de suas emissões, isto é, na verificação de garantias reais que venham a suportar eventuais problemas futuros de liquidez de mercado.

Os ADRs do modelo ora proposto neste trabalho, por estar suportado em uma detalhada análise orçamentária da empresa, de forma a assegurar a sua capacidade de geração de recursos, poder-se-á constituir em instrumentos financeiros adequados para captação de recursos para corporações que desejarem aplicar tais recursos no seu desenvolvimento industrial.

Utilização da Regra 144A como instrumento financeiro de captação de recursos

A Regra 144A trouxe liquidez para as colocações no mercado privado, aumentando a atratividade para estes títulos.

Historicamente o mercado de colocações privadas consiste predominantemente em títulos de renda fixa. Contudo observa-se que volume de *high-yielding junk bonds* emitidos consoante a Regra 144A teve um aumento significativo na última década.

Em 1996, pela primeira vez, foram emitidos mais *high-yield debt* consoante a Regra 144A do que através de outros tradicionais processos de emissão. No entanto, esta regra também tem sido aplicada para emissão de ações ordinárias. É o caso, principalmente, de corporações estrangeiras que em muitos casos não se adequam aos quesitos exigidos pela *Securities and Exchange Commission* – SEC, principalmente no que se refere à aplicação dos *disclosures* contidos nos Princípios Contábeis Norte-Americanos (US GAAP), que têm se utilizado de emissões primárias de ações ordinárias através da Regra 144A.

Programas de aquisição: redução de custos na aquisição

O processo de aquisição de uma empresa envolve uma série de aspectos do tipo cultural, *modus operandi* do processo, erro na sinergia das operações e absorção de novas tecnologias pelos empregados, rejeição por parte dos clientes e fornecedores, dentre vários outros.

Uma alternativa que vem sendo utilizada por empresas para reduzir estes problemas está na adoção de um sistema de *tolling fee*, onde a industrialização por encomenda poderá reduzir os atritos internos na produção, na transferência de tecnologias, garantindo uma estabilização dos preços em razão da adoção de preços-fórmula, bem como uma relativa garantia de fornecimento em razão do direito de *takes* de produção.

Os custos de aquisição poderão ser significativamente reduzidos através do modelo objeto deste trabalho, com a utilização de ADRs em fundos de *private equity*. Neste caso, os ganhos demonstrados em programas de HYP poderiam ser utilizados como base de negociação em um processo de aquisição ou de trocas de ações, proporcionando às empresas aumento da capacidade produtiva e de participação no mercado, sem haver o dispendioso desencalhe financeiro que normalmente ocorre nestes processos.

Utilização de ADRs como *hedge* de portfólio

Verificou-se através de estudos que quando comparado com o índice beta (β) de todas as ações listada na NYSE (*New York Stock Exchange*), o índice beta dos 45 ADRs teve um valor médio de 0,26, enquanto que o mesmo índice beta das ações listadas na NYSE teve um valor de 1,01.

O mesmo estudo mostrou, ainda, que a correlação dos ADRs com as ações que compõem o portfólio da NYSE foi de 0,33, enquanto que no caso das ações de empresas americanas foi de 0,53.

Outrossim, constatou-se que portfólios constituídos exclusivamente de ações de empresas americanas obtiveram um desvio padrão de 5,50%, contra 4,41% de um portfólio constituído com 10 ADRs.

Desta forma, pode-se concluir que um portfólio formado por ações de empresas americanas e por ADRs tende a apresentar um desvio padrão menor, com conseqüente menor risco de investimento, comprovando o modelo desenvolvido nesta dissertação, bem como consolidando a opção de se utilizar os ADRs como instrumento de *hedge* de portfólio para os QIBs.

Mercado financeiro internacional

Demonstrou-se neste trabalho o surgimento de um mercado financeiro de países emergentes no valor de cerca de US\$ 2,2 trilhões, representado uma participação total no mercado internacional de cerca de 3,8%.

Estes dados apresentam fortes indícios aos ataques especulativos a moedas de países emergentes, vez que estes papéis via de regra servem de lastro a operações financeiras derivativas de grandes corporações localizadas em países desenvolvidos e, conseqüentemente, aos tesouros nacionais destes países. Há que se considerar que parte, senão a totalidade, destes papéis compõem a tesouraria de investimentos denominados como “equivalentes de caixa” que são utilizados em operações financeiras para lastrear a aquisição de títulos públicos emitidos pelos tesouros nacionais de países como EUA e países que adotaram o Euro.

Outra observação pertinente que se pode fazer com os dados apresentados é quanto ao aumento do prazo de resgate destes títulos públicos em até 5 anos, que é o prazo médio de resgate dos títulos denominados como *debt securities* emitidos por corporações e tesouros nacionais de países emergentes.

Conseqüentemente, estas operações têm reflexo direto na velocidade de circulação da moeda ocasionando problemas de liquidez no mercado financeiro de países emergentes, cujas moedas servem de sustentabilidade para manutenção do equilíbrio da base monetária dos países desenvolvidos, notadamente dos US\$ e do Euro\$.

As afirmativas acima conduzem a algumas observações importantes:

- ✓ A participação de títulos emitidos por corporações e pelo tesouro dos Estados Unidos apresentou uma redução de 19%;
- ✓ A participação dos títulos denominados como de caixa e equivalente de caixa (liquidez imediata) foi reduzida em 2,1%, o que comprova o chamado aperto na liquidez de moeda;
- ✓ O crescimento de títulos norte-americanos foi menor do que o crescimento de títulos do mercado global (1.786,2 índice-base dos títulos norte-americanos contra 2.530,4 índice-base dos títulos do mercado global);
- ✓ O mercado de títulos japoneses cresceu cerca de quatro vezes mais do que o mercado global (10.907,0 índice-base dos títulos japoneses contra 2.530,4 índice-base do mercado global);
- ✓ A redução da liquidez no mercado global acompanhou a redução do crescimento do mercado de títulos norte-americano (1.760,3 dos títulos de liquidez imediata, contra 2.530,4 do mercado global);
- ✓ O mercado de títulos privados acompanhou o crescimento do mercado global (crescimento de 2.530,4 índice-base em ambos os casos);
- ✓ Ocorreu o surgimento de outros mercados de títulos, como é o caso do mercado de títulos de países emergentes e do mercado de títulos denominados como *high yield bonds*. Estes últimos são objeto desta dissertação e podem desempenhar um papel importante na capitalização e/ou alavancagem financeira de corporações, principalmente de países emergentes.

Pode-se verificar claramente que o modelo objeto desta dissertação através da Regra 144A proporciona uma alternativa bastante viável para os administradores de carteira de investimentos, na medida em que possibilita a inserção destes papéis em programas financeiros, que por facultar a sua negociação em qualquer outro país, podem ser utilizados como instrumento financeiro para “*hedgear*” ou limitar riscos em um portfólio, além da capitalização ou financiamento do desenvolvimento de atividades operacionais das corporações.

Outrossim, por apresentar a opção de negociação em qualquer país, proporciona flexibilidade necessária aos administradores de uma corporação para direcionar os papéis o mercado onde a empresa pretende aumentar a sua participação ou ingressar.

Mercado financeiro norte-americano

O mercado financeiro norte-americano representa hoje um potencial de investimento da ordem de US\$ 24 trilhões, onde os investidores institucionais movimentam diariamente cerca de US\$ 600 bilhões, se constituindo no maior e mais versátil mercado financeiro do globo terrestre. Isto faz com que se constitua em uma excelente oportunidade para captação de recursos necessários para atingir as metas traçadas pela administração das sociedades.

O benefício inerente dos Recibos de Depósito é que eles "americanizam" ações de empresas não americanas no mercado norte americano. Investidores que possuem Recibos de Depósito geralmente recebem o mesmo tipo e gama de serviços e podem utilizar seus Recibos de Depósito da mesma maneira como fazem com as ações ordinárias norte americanas, destacando-se:

- ✓ A liquidez na negociação;
- ✓ Pagamentos de dividendo em dólares;
- ✓ Redução nos custos de transação;
- ✓ Comissões de corretagem são geralmente mais baixas do que a das ações de empresas norte-americanas;

Oferta privada de ADRs conforme a Regra 144A

A vantagem básica que uma oferta privada de ADRs conforme a Regra 144A oferece a uma empresa estrangeira é permitir a captação de recursos no mercado de ações dos E.U.A. sem estar sujeita às exigências de registro sob o *Securities Act* ou sob o *Exchange Act*.

Outra vantagem que resulta do estabelecimento de um programa de ADRs de circulação restrita conforme a Regra 144A é a divulgação do nome da empresa. O interesse dos investidores não americanos nas ações da empresa estrangeira pode ser avaliado pelo volume de negociações do programa que tem crescido nos últimos cinco anos.

A maior desvantagem de uma oferta privada de ADRs conforme a Regra 144A comparada a uma oferta pública é que o custo para captar recursos no mercado privado de *QIBs* geralmente é mais alto do que o custo no mercado público registrado, e a liquidez dos ADRs de circulação restrita conforme a Regra 144A é limitada já que os ADRs não são listados em uma bolsa de

valores nacional dos E.U.A. e geralmente podem ser revendidos nos E.U.A. somente entre QIBs.

Contudo, o modelo desenvolvido nesta dissertação supera esta desvantagem, na medida que flexibiliza a utilização destes papéis em fundos de *private equity* ou em programas financeiros (HYP), reduzindo os riscos inerentes da operação e proporcionando um rendimento ao emissor dos ADRs, no caso dos HYP, que reduzirá o custo de captação dos recursos necessários ao investimento em sua atividade operacional.

***American Depositary Receipts* – ADRs: tendências de mercado**

Constatou-se uma forte relação entre o desempenho relativo do mercado de ações e fluxos internacionais, ficando patente que o desempenho relativo de mercado é um fator dominante de fluxos de capital nas emissões de ADR.

Períodos nos quais o mercado dos EUA sobrepujou os mercados de não EUA sempre resultaram em saídas de capital (*flow back*). Períodos nos quais os mercados não EUA superaram o mercado dos EUA sempre resultaram em influxos de capital (*flow in*).

Fundos mútuos de capital estão altamente correlacionados a um desempenho relativo da Bolsa de Valores. Quando mercados não EUA sobrepujam o mercado dos EUA, os fundos entram. Entretanto, tão logo mercados não EUA comecem a ter um desempenho inferior, os fundos saem rapidamente. No conjunto, os fluxos de fundos mútuos comportam-se como “dinheiro quente”.

Uma análise detalhada dos fluxos de fundos mútuos agregados revela que gerentes de fundos tratam ADRs como um investimento do tipo “compre e segure”, enquanto ações comuns comportam-se como “dinheiro quente”. Fluxos de ADRs de fundos mútuos, representando 28% de investimento em ADR, não estão correlacionados ao desempenho relativo da Bolsa de Valores, ao passo que fluxos de ações comuns estão.

O investimento individual dos EUA em ações de empresas estrangeiras, tanto diretamente, quanto através de fundos mútuos, aumentou de 17% em 1991 para 52% em 1999, sendo projetado para exceder 56% até 2003.

Uma vantagem de um produto derivativo como o ADR é a de que seu retorno pode tirar proveito de um mercado de desempenho maior. A emissão de 100 ADRs listados na bolsa e medido em US\$ por seu valor agregado no período entre 1991 e 1999 somou mais de 90% do valor agregado de US\$ de negócios.

Os retornos agregados de valorização mensal de preços dos 100 ADRs estão fortemente correlacionados ao mercado de maior desempenho, com um valor r^2 de 62%.

O desempenho a longo prazo dos 100 ADRs internacionais mais importantes listados ilustra a resistência dos ADRs contra as tendências globais da Bolsa de Valores, e é evidência da percepção compartilhada de acionistas de uma exposição reduzida a risco global.

Pode-se concluir que, considerando a fraca correlação dos ADRs ao desempenho das bolsas de valores, estes poderão ser utilizados como um eficaz instrumento financeiro para *hedge* de portfólios, de forma a limitar riscos de oscilação de investimentos, garantindo no caso de fundos de pensão o equilíbrio patrimonial para remuneração de seus beneficiários.

Modelo de instrumento de alavancagem financeira e de captação de recursos com redução de custo financeiro

O modelo objeto desta dissertação proporciona a captação de recursos no mercado internacional, através da utilização de instrumento de alavancagem financeira, com redução dos respectivos encargos financeiros.

A negociação de papéis via PORTAL possibilita à empresa emissora dos ADRs a inclusão de seus papéis tanto em investimento direto como em investimento em carteira. Isto dito em outras palavras, no caso do investimento direto os papéis da empresa estariam inseridos, por hipótese, em fundos denominados como de *private equity*, onde os investidores teriam participação na gestão do negócio. No caso dos investimentos de carteira (*portfolio investment*) a grande vantagem verificada é a possibilidade da inserção dos papéis em programas financeiros, os quais podem proporcionar a empresa emissoras dos ADRs a possibilidade de obtenção de alavancagem financeira necessária ao financiamento de suas atividades operacionais.

Outro aspecto merecedor de destaque é o fato de que no caso do investimento de carteira o administrador do portfólio não necessitará de instrumentos derivativos para proteger o

investimento, pelo fato dos mesmos estarem sob a forma de acordos de *soft dollar*, isto é, protegidos por *hedge*.

Desenvolvimento e aplicação do modelo

O custo de captação pelo modelo desenvolvido neste trabalho é da ordem de 3,9%, menor do que aquele apurado tradicionalmente em uma operação de emissão de ações (*underwriting*), que é da ordem de 6,6%, no caso de emissão de ações no mercado brasileiro.

Conforme ficou demonstrado no modelo desenvolvido nesta dissertação, os custos de captação de recursos são ainda menores do que aqueles relativos à emissão de *convertible bonds* (4,30%), *initial public offering* – IPO (8,72%) ou *shelf offering* (5,87%). Considere-se o fato de que estes papéis são aplicados somente a empresas americanas e que traria uma série de dificuldades para uma empresa estrangeira fazer a emissão deles no mercado norte-americano.

Taxa de retorno aplicada para o programa financeiro

Conforme se verificou, os índices de retorno médio dos HYB foram menores do que os índices apresentados pelo S&P 500 (15,57%) e o IBSC (13,08%). Contudo, deve ser considerado que o S&P 500 e o IBSC se aplicam exclusivamente a performance de ações de empresas americanas, mercado do qual as empresas estrangeiras estariam vedadas de participar se não fosse a possibilidade de emissão de ADRs.

Sendo assim, a performance de retorno de programas financeiros pode ser considerada como satisfatória para atender aos objetivos principais deste trabalho, quais sejam, proporcionar instrumentos financeiros que possibilitem às empresas brasileiras, principalmente, obterem recursos destinados à capitalização e/ou investimentos operacionais com redução do custo de captação dos recursos.

Conforme se pode observar claramente, a taxa de retorno anualizada de programas de HYP apresentou-se na faixa de 8% a 16%, em dólar norte-americano, o que significaria um excelente instrumento para *hedge* se aplicado ao fluxo de caixa líquido de uma tesouraria de empresa brasileira.

Relativamente ao R^2 apurado no modelo (0,3975 ou 39,75%), ele vem a confirmar o estudo realizado por SHARPE no sentido de que os ADRs não possuem uma forte correlação com a performance do mercado de ações de empresas americanas, podendo perfeitamente ser utilizados pelos administradores de portfólio como instrumentos derivativos garantidores de retorno aos investidores tal como um título de renda fixa.

Desta forma, mesmo sendo utilizada uma taxa conservadora de remuneração para aplicação em HYB de 4%, quando a remuneração mínima acumulada indica 9,02%, a empresa emissora de ADRs que adotar o modelo proposto neste trabalho terá uma redução de custo financeiro da ordem de 2,7 pontos percentuais, ou seja, uma redução de cerca de 41% no custo da captação dos recursos.

Outrossim, quanto aos QIBs, que serão as instituições financeiras encarregadas da operacionalização financeira do lançamento dos papéis, poderão utilizar os ADRs como *hedge* de portfólio de carteira de investimentos de fundos de *private equity*, por exemplo, vez que a correlação destes papéis com aqueles de empresas americanas negociados nas bolsas norte americanas apresentam fraca correlação.

Pontos para a otimização do Processo de Gestão de Emissão de ADRs

O Brasil tem enfrentado problemas para promover o seu desenvolvimento econômico: redução do fluxo externo de investimentos, altas taxas de juros, redução na taxa de crescimento da economia, incertezas com relação ao destino da economia e da moeda, volatilidade dos mercados, crises políticas, atraso das reformas, influência de acontecimentos externos, aumento dos juros norte-americanos, incertezas sobre os efeitos da crise na Argentina, alternativas internas de financiamento limitadas com alto custo para captação de recursos, dentre outras.

O Modelo apresentado nesta dissertação pode se constituir numa alternativa bastante viável como forma de impulsionar o incipiente mercado de capitais brasileiro, onde a maior parte das ações negociadas na bolsa de valores está distribuída entre poucas empresas. Além disso, a democratização do capital da empresa nacional, com o cumprimento do papel do Acionista Anônimo, fará com que não só o nosso mercado de capitais floresça, gerando recursos para alavancar à atividade industrial, mas também o incremento de tecnologias vindas com a entrada de acionistas de outras partes do mundo, aliada aos recursos naturais que o Brasil possui, poder-se-á experimentar um grande salto em nosso desenvolvimento econômico, sem o sacrifício por parte de instituições governamentais, bem como contribuindo para a redução do chamado Custo

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

Brasil, através da redução sensata da interferência do Estado na economia do país, promovendo a criação de postos de trabalho, desenvolvimento econômico, e criando, principalmente, uma base sustentável de governabilidade e desenvolvimento. Para tanto, algumas questões ainda restam serem implementadas para que se possa atingir o estágio desejável mencionado dessa propulsão econômica e social, tais como:

- ✓ Redução da burocracia por parte do governo brasileiro no registro das operações com emissão de ADRs;
- ✓ Integração com as demais bolsas de valores de outros países, principalmente Estados Unidos, Europa e Ásia, de forma a facilitar a negociação destes papéis em seus mercados (*Safe Harbor*);
- ✓ Flexibilização pelo Banco Central do Brasil na remessa de numerários para pagamentos de custos e remessa de dividendos ou de retorno de capital investido;
- ✓ Uniformização pela CVM das demonstrações financeiras de acordo com os padrões internacionais de contabilidade normalmente utilizados pelas empresas que emitem papéis no mercado internacional (IASB ou US GAAP).

BIBLIOGRAFIA

A bibliografia está apresentada por tópicos abordados nesta dissertação. O objetivo é fornecer aos leitores que se interessarem por um determinado tema um referencial para aprofundamento de suas pesquisas.

2.1. Mercado financeiro norte-americano

2.1.1. Captação de recursos no mercado norte-americano

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan – *Financial Market and Corporate Strategy*. Singapore: McGraw-Hill, 1998, Chapter 1 – *Raising Capital: The Process and the Players*, Chapter 2 – *Debt Financing*, Chapter 3 – *Equity Financing*

2.1.2. Normatização

JENNINGS, Richard W.; JR, Harold Marsh; JR, John C. Coffee; SELIGMAN, Joel – *Securities Regulation: Cases and Materials*. New York – NY: Foundation Press, 8ª ed., Chapter 1 – *The Institutional and Regulatory Framework*, Chapter 2 – *The Basic Structure and Prohibitions of the Securities*, Chapter 4 – *Definitions of “Securities” and “Exempted Securities”*, Chapter 5 – *The Private Offering Exemptions*, Chapter 6 – *The Limited Offering Exemptions*, Chapter 8 – *Reorganizations and Recapitalizations*, Chapter 9 – *Offerings by Underwriters, Affiliates and Dealers*, Chapter 10 – *Regulation of the Securities Markets*, Chapter 12 – *Tender Offers, Management Buyouts and Takeover*, Chapter 17 – *SEC Enforcement Actions*, Chapter 19 – *International Enforcement*.

LIPMAN, Frederick D. – *Venture Capital and Junk Bond Financing*. Pennsylvania – PE: American Law Institute – American Bar Association – ALI-ABBA, 1996, Chapter 3 – *Federal and State Securities Laws*, Appendix 5 – *Rule 144*

FRANCIS, Jack Clark – *Investments: Analysis and Management*. Singapore: McGraw-Hill, 5ª ed., Chapter 4 – *Securities Law*

2.2 Mercado de *American Depositary Receipts* – ADRs

COYLE, Richard Jay – *The Handbook of American Depositary Receipts*. New York – NY: McGraw-Hill, 1995, Chapter 1 – *Instruments of International Finance – The History of ADRs*, Chapter 2 – *Depositary Receipts Overview*, Chapter 3 – *The Unsponsored ADR Market Place*, Chapter 4 – *Applications of the Securities Laws to ADR*, Chapter 7 – *The*

Case for Global Investing: Country Funds ADRs for Emerging Markets, Chapter 8 – Latin American ADRs, Chapter 9 – Trading ADRs, Chapter 10 – Putting the ADRs to Work: Getting More from a Foreign Equity Portfolio, Chapter 11 – Using ADRs to Structure Equity Portfolios.

FABOZZI, Frank J. – *Handbook of Fixed Income Securities*. Singapore: McGraw-Hill, 5ª ed., Chapter 16 – *The High-Yield Bond Market*, Chapter 21 – *Credit considerations in Valuating High-Yield Bonds*, Chapter 25 – *High-Yield Analysis of Emerging Markets Debt*, Chapter 53 – *The Management of High-Yield Bond Portfolios*

MAYO, Herbert B. – *Investments an Introduction*. Fort Worth – TX: Dryden, 5ª ed., Chapter 16 – *Preferred Stock and High-Yield Securities*

BARNHILL, Theodore M. Jr., MAXWELL, William F.; SHENKMAN, Mark R. – *High-Yield Bonds: Market, Structure, Portfolio Management and Credit Risk Modeling*. New York – NY: McGraw-Hill, 1998, Chapter 1 – *The High Yield Market*, Chapter 4 – *The Globalization of the High-Yield Market*, Chapter 11 – *Determinants of Spreads on New High-Yield Bond Offerings*, Chapter 12 – *Analyzing a High-Yield Issue*, Chapter 18 – *An Analysis of High-Yield Bond Indices*, Chapter 20 – *Managing a High-Yield Portfolio*, Chapter 27 – *The Advantages and Disadvantages of Public versus Private Issuance of High-Yield Debt Securities*.

2.2.8 Investimentos no mercado financeiro

FRANCIS, Jack Clark – *Investments: Analysis and Management*. Singapore: McGraw-Hill, 5ª ed., Chapter 19 – *Investment Decision Theory*, Chapter 20 – *Capital Market Theory: A Closer Look*, Chapter 21 – *Investment Performance Evaluation*, Chapter 25 – *International Investing*

KASZNAR, Istvan Karoly – *Finanças Internacionais Para Bancos e Indústrias*. Rio de Janeiro: Ed IBMEC, 1990, Capítulo 22 – *Multinacionais: Investimentos Diretos no Exterior*.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. – *Fundamentos de Investimentos*. Porto Alegre: Ed Bookman, 3ª ed., Capítulo 5 – *Investidores e o Processo de Investimento*.

FABOZZI, Frank J. – *Handbook of Fixed Income Securities*. Singapore: McGraw-Hill, 5ª ed., Chapter 55 – *International Fixed Income Investing: Theory and Practice*

SHARPE, William F.; ALEXANDER, Jordan J.; BAILEY, Jeffrey V. – *Investments*. New Jersey NJ: Prentice Hall, 6ª ed., Chapter 25 – *International Investing*

MAYO, Herbert B. – *Investments an Introduction*. Fort Worth – TX: Dryden, 5ª ed., Chapter 25 – *Investing in Foreign securities*

LERNER, Josh – *Venture Capital & Private Equity: a Casebook*. Danvers – MA: J. Willey, 2000, *Chapter 1 – Raising and Structure Private Equity Funds, Chapter 2 – Private Equity Investments*

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARCUS, Alan J. – *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill, 2001., *Chapter 14 – How Corporations Issue Securities (Venture Capital)*

REILLY, Frank K.; BROWN, Keith C. – *Investment Analysis and Portfolio Management*. Orlando: The Dryden Press, 6th edition, *Chapter 3 – Selecting Investments in a Global Market, Chapter 4 – Organization and Functioning of Securities Markets, Chapter 5 – Security Market Indicator Series*

4. Desenvolvimento e aplicação do Modelo de Alavancagem Financeira e de Captação de Recursos

LEVINE, David M, BERENSON, Mark L., STEPHAN, David – *Estatística: Teoria e Aplicações*. Rio de Janeiro: LTC – Livros Técnicos e Científicos Editora S.A., 2000, *Capítulo 13 – Previsão com Séries Temporais para Dados Anuais*.

GUJARATI, Damodaran. – *Econometria Básica*. São Paulo: Makron Books do Brasil Ltda., 3^a ed., *Capítulo 21 – Econometria de Séries Temporais I: estacionariedade, raízes unitárias e co-integração; Capítulo 22 – Econometria de séries Temporais II: previsão com modelos ARIMA e VAR;*

GREENE, William H. – *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall, 4th ed., *Chapter 18 – Time Series Models;*

RENDER, Barry, STAIR, Ralph M. Jr. – *Quantitative Analysis for Management*. New Jersey : Prentice-Hall, 6th ed., *Chapter 5 – Forecasting*

ANEXO I

Média comparativa dos custos de emissão de papéis no mercado norte americano (em %)⁴⁵

Valor da emissão (em US\$ milhões)	<i>Convertible Bonds</i>			IPOs			<i>Shelf Offerings</i> ⁴⁶		
	Comissão de emissão	Despesas administrat	Custos Totais	Comissão de emissão	Despesas administrat	Custos Totais	Comissão de emissão	Despesas administrat	Custos Totais
De 2 a 9,99	6,07	2,68	8,75	9,05	7,91	16,96	7,72	5,56	13,28
De 10 a 19,99	5,48	3,18	8,66	7,24	4,39	11,63	6,23	2,49	8,72
De 20 a 39,99	4,16	1,95	6,11	7,01	2,69	9,70	5,60	1,33	6,93
De 40 a 59,99	3,26	1,04	4,30	6,96	1,76	8,72	5,05	0,82	5,87
De 60 a 79,99	2,64	0,59	3,23	6,74	1,46	8,20	4,57	0,61	5,18
De 80 a 99,99	2,43	0,61	3,04	6,47	1,44	7,91	4,25	0,48	4,73
De 100 a 199,99	2,34	0,42	2,76	6,03	1,03	7,06	3,85	0,37	4,22
De 200 a 499,99	1,99	0,19	2,18	5,67	0,86	6,53	3,26	0,21	3,47
Acima de 500	2,00	0,09	2,09	5,21	0,51	5,72	3,03	0,12	3,15
Média	2,92	0,87	3,79	7,31	3,69	11,00	5,44	1,67	7,11

⁴⁵ Estes dados foram extraídos de GRINBLATT & TITMAN, obra citada, página 16, e representam estudo realizado pelos autores no período de 1990 a 1998.

⁴⁶ Consoante a Regra 415 é permitido à empresa registrar todos os títulos planejados para emissão e guardá-los na “prateleira”, realizando as ofertas em tranches, sem necessidade de autorização ou comunicação à SEC.

ANEXO II

Taxa de Retorno Anual de *High Yield Bond*⁴⁷

	Blume-Keim	First Boston	Lehman Brothers	Merrill Lynch	Lipper Analytical Services Corp.		Salomon Brothers		Lehman Brothers Investment Grade		Stock Indexes	
	Low Grade	High Yield	High Yield Composite	High Yield Master	High Yield Bond Funds		High Yield Bond		Govt / Corp	Aggregate	S&P 500	IBSC ⁴⁸
					Mean	Median	Composite	Long				
Retorno anual:												
1986	13,63	15,64	17,45	16,35	11,95	13,75	16,49	16,11	15,62	15,26	18,47	6,85
1987	2,08	6,52	4,99	4,66	1,78	2,36	4,57	4,58	2,29	2,76	5,23	-9,30
1988	17,89	13,65	12,53	13,47	12,49	12,90	15,24	16,11	7,58	7,89	16,81	22,87
1989	-2,19	0,39	0,83	4,23	-1,25	-0,90	1,98	-1,10	14,24	14,53	31,49	10,18
1990	-8,59	-6,38	-9,59	-4,34	-11,21	-10,19	-8,45	-8,59	8,28	8,96	-3,17	-21,56
1991	43,29	43,76	46,18	34,58	36,18	35,77	43,23	43,28	16,13	16,00	30,55	44,63
1992	19,18	16,65	15,75	18,16	17,64	17,17	18,28	19,17	7,58	7,40	7,67	23,35
1993	19,95	18,91	17,12	17,18	18,95	18,52	18,33	19,95	11,06	9,75	9,99	20,98
1994	-3,80	-0,98	-1,03	-1,16	-3,73	-3,21	-2,52	-3,80	-3,51	-2,92	1,31	10,05
1995	29,34	17,38	19,17	19,91	16,76	17,02	22,40	29,34	19,25	18,48	37,43	34,46
1996	7,86	12,42	11,35	11,07	13,79	13,38	11,24	7,86	2,89	3,61	23,07	17,61
Retorno anualizado cumulativo:												
1986 - 1996	11,65	11,85	11,44	11,71	9,59	9,93	12,03	12,07	9,02	9,07	15,57	13,08

⁴⁷ As taxas de retorno indicadas foram extraídas de BARNHILL, MAXWELL & SHENKMAN, obra citada, páginas 346 e 347, correspondendo a pesquisa realizada pelos autores no período de 1980 a 1996. Neste trabalho somente está sendo considerado o período de 1986 a 1996.

⁴⁸ Este índice é a sigla de Ibbotson Associates Small Capitalization Stock Index, calculado pela Ibbotson, empresa de New York especializada em mercado financeiro que apura índice de capitalização de empresas que não estão entre as 500 maiores e nem compõem o índice da NYSE.

ANEXO III

Listagem das empresas brasileiras com programas de *Depositary Receipts* - DR negociados no mercado norte-americano.



Issuer Name	Structure	Exchange	Ticker	Ord:ADS Ratio	Spon/Unsp	MSCI Code†	Depository	CUSIP #
Acesita S.A. (formerly: Cia. Aços Especiais Itabira).	ADR	OTC	ACSTY	5000:1	S	25	Morgan	004437406
Acesita S.A. (formerly: Cia. Aços Especiais Itabira).	ADR	OTC	ATASY	5000:1	S	25	Morgan	004437307
Aracruz Celulose S.A.	ADR	NYSE	ARA	10:1	S	23	Morgan	038496204
Bahia Sul Celulose, S.A.	ADR	OTC	BHIAY	20:1	S	23	Citibank	056903206
Banco Bradesco S.A.	ADR	OTC	BBQCY	1000:1	S	61	Citibank	059460105
Bombril S.A.	ADR	OTC	BMBBY	1000:1	S	44	BoNY	097929103
BOMPREGO S.A. Supermercados do Nordeste.	GDR (Bifur)	PORTAL	BORPP	2:1	S	54	Citibank	09775W202
Brazil Realty	GDR	N/A		10:1	S	64	Deutsche	105862106
CELESC - Centrais Elétricas de Santa Catarina, S.A.	ADR	OTC	CAIBY	100:1	S	12	Morgan	15234U208
CELESC - Centrais Elétricas de Santa Catarina, S.A.	GDR (Bifur)	PORTAL	CLRPP	100:1	S	12	Morgan	15234U406
CEMIG - Companhia Energética de Minas Gerais	ADR	OTC	CEMCY	1000:1	S	12	Citibank	204409601
CEMIG - Companhia Energética de Minas Gerais	ADR	OTC	CEMZY	1000:1	S	12	Citibank	204409106
CEMIG - Companhia Energética de Minas Gerais	GDR (Bifur)	PORTAL	CMRPP	1000:1	S	12	Citibank	204409700
Centrais Geradoras do Sul do Brasil S.A. (GERASUL).	ADR	OTC	GESUY	5000:1	S	12	Morgan	15235B100
Centrais Geradoras do Sul do Brasil S.A. (GERASUL).	ADR	OTC	GESXY	5000:1	S	12	Morgan	15235B308
CEVAL Alimentos, S.A.	ADR	OTC		1000:1	S	44	Citibank	157202102
Companhia Brasileira de Distribuição - CBD	ADR	NYSE	CBD	1000:1	S	44	BoNY	20440T201
Companhia Cervejaria Brahma	ADR	NYSE	BRH	20:1	S	43	BoNY	20440X202
Companhia Cervejaria Brahma	ADR	NYSE	BRHC	20:1	S	43	BoNY	20440X103

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

Issuer Name	Structure	Exchange	Ticker	Ord:ADS Ratio	Spon/Unsp	MSCI Code†	Depository	CUSIP #
Companhia Fabricadora de Peças (COFAP)	ADR	OTC	CFPEY	2:1	S	37	BoNY	20441E104
Companhia Paranaense de Energia (COPEL)	ADR	OTC	CXBVY	1000:1	S	12	BoNY	20441B308
Companhia Paranaense de Energia (COPEL)	ADR	NYSE	ELP	1000:1	S	12	BoNY	20441B407
Companhia Siderúrgica Belgo-Mineira	ADR	OTC	CSBMY	200:1	S	37	BoNY	20441F101
Companhia Siderúrgica de Tubarão - CST	ADR	OTC	CSTPY	1000:1	S	25	Morgan	20441C306
Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	ADR	NYSE	SID	1000:1	S	25	Morgan	20440W105
Companhia Vale do Rio Doce (CVRD)	ADR	OTC		250:1	S	25	Morgan	204412100
Companhia Energética de São Paulo (CESP)	GDR	PORTAL	CESPYP	10:1	S	12	BoNY	20440P209
Companhia Energética de São Paulo (CESP)	ADR	OTC	CSQSY	3000:1	S	12	BoNY	20440P308
Companhia Geração Energia Elétrica Paranapanema	ADR	OTC	CEPVY	3000:1	S	12	BoNY	20441R105
Companhia Geração Energia Elétrica Paranapanema	ADR	OTC	CEPWY	3000:1	S	12	BoNY	20441R204
Companhia Geração Energia Elétrica Tiete	ADR	OTC	CDEEY	3000:1	S	12	BoNY	20441P208
Companhia Geração Energia Elétrica Tiete	ADR	OTC	CDEOY	3000:1	S	12	BoNY	20441R109
Companhia Transmissão Energia Elétrica Paulista	ADR	OTC	CTPTY	3000:1	S	12	BoNY	20441Q107
Companhia Transmissão Energia Elétrica Paulista	ADR	OTC	CTPZY	3000:1	S	12	BoNY	20441Q206
Copene - Companhia Petroquímica do Nordeste S.A.	ADR	NYSE	PNE	50:1	S	22	Citibank	217252105
CTM Citrus	ADR	OTC	CTMMY	100:1	S	43	BoNY	12643M109
Electrolux do Brasil, S.A.	ADR	OTC	EXDBY	5000:1	S	41	Citibank	285384103
Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	ADR	OTC	CAIFY	500:1	S	12	Morgan	15234Q207
Eletrobras - Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	ADR	OTC	CAIGY	500:1	S	12	Morgan	15234Q108
Embratel Participações S.A.	ADR	NYSE	EMT	1000:1	S	55	BoNY	29081N100
Espírito Santo Centrais Elétricas S.A. – ESCELSA.	ADR	OTC		5:1	U	11	Unspn	29665R105
Eucatex SA Industria e Comercio	ADR	OTC		100:1	S	21	Citibank	297892101
Gerdau S.A.	ADR	NYSE	GGB	1000:1	S	25	BoNY	373737105
Globex Utilidades S.A.	ADR	OTC	GBXOY	1:1	S	54	BoNY	37957U108
Globex Utilidades S.A.	ADR	OTC	GBXPY	1:1	S	54	BoNY	37957U207

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

Issuer Name	Structure	Exchange	Ticker	Ord:ADS Ratio	Spon/Unsp	MSCI Code†	Depository	CUSIP #
Globo Cabo S.A.	ADR	NASDAQ	GLCBY	10:1	S	51	BoNY	37957X102
Industrias Klabin de Papel e Celulose S.A.	ADR	OTC	IKLBY	10:1	S	23	BoNY	45647P108
Iochpe-Maxion	ADR	OTC	IMAXYP	25:1	S	38	BoNY	461865107
Iven S.A.	GDR	N/A	IVEREGS	100:1	S	12	BoNY	465825503
Iven S.A.	GDR	N/A	IVREGS	100:1	S	12	BoNY	465825305
Latasa de Alumínio S.A.	GDR (Bifur)	PORTAL	LATAYP	2:1	S	24	Morgan	518182100
Lojas Americanas	ADR	OTC	LOJAY	1000:1	S	54	BoNY	541458105
Makro Atacadista S.A.	GDR (Bifur)	PORTAL	MAKPP	10:1	S	54	BoNY	560884108
Makro Atacadista S.A.	ADR	OTC	MKRAY	10:1	S	54	BoNY	P64125100
Marco polo, S.A.	ADR	OTC	MCPOY	10:1	S	37	Citibank	566313102
Oxitenio S.A. Industria e Comercio.	ADR	OTC	OXTIY	1:1	S	22	Citibank	69183A101
Perdigão S.A.o	ADR	OTC	PDGCY	5000:1	S	44	BoNY	71361V105
Petrobras Distribuidora S.A.	ADR	OTC	PTBRY	500:1	S	11	BoNY	71645Y107
Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras.	ADR	OTC	PEBRY	100:1	S	11	Citibank	71654V101
Rhodia-Ster, S.A.	GDR	PORTAL	RHODPY	10:1	S	47	BoNY	762401107
Rossi Residencial S.A.	GDR (Bifur)	PORTAL	RORPP	5:1	S	64	BoNY	778434100
S.A. Fabrica de Produtos Alimentícios Vigor	ADR	OTC	SFPVY	50:1	S	44	BoNY	78386Q102
São Paulo Alpargatas	ADR	OTC	SPALYC	50:1	S	47	BoNY	803052109
São Paulo Alpargatas	ADR	OTC	SPALYP	50:1	S	47	BoNY	803052208
Sementes Agrocere	ADR	OTC	SEMOTC	1000:1	S	26	BoNY	816619100
Teka - Tecelagem Kuehnrich S.A.	ADR	OTC		5000:1	S	47	Citibank	879092104
Tele Celular Sul Participações S.A.	ADR	NYSE	TSU	10000:1	S	55	BoNY	879238103
Tele Centro Oeste Celular Participações S.A.	ADR	NYSE	TRO	3000:1	S	55	BoNY	87923P105
Tele Centro Sul Participações S.A.	ADR	NYSE	TCS	5000:1	S	55	BoNY	879239101
Tele Leste Celular Participações S.A.	ADR	NYSE	TBE	50000:1	S	55	BoNY	87943B102
Tele Nordeste Celular Participações S.A.	ADR	NYSE	TND	20000:1	S	55	BoNY	87924W109

Gestão do Processo de Emissão de *American Depositary Receipts* – ADR

Issuer Name	Structure	Exchange	Ticker	Ord:ADS Ratio	Spon/Unsp	MSCI Code†	Depository	CUSIP #
Tele Norte Celular Participações S.A.	ADR	NYSE	TCN	50000:1	S	55	BoNY	87924Y105
Tele Norte Leste Participações S.A.	ADR	NYSE	TNE	1000:1	S	55	BoNY	879246106
Tele Sudeste Celular Participações S.A.	ADR	NYSE	TSD	5000:1	S	55	BoNY	879252104
Telebras Basket ADRs (RCTB)	ADR	NYSE	RTB	1000:1	S	55	Morgan	87928R106
Telebras Holding Company Depositary Receipts	ADR	NYSE	TBH	1000:1	S	55	BoNY	879287308
Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras).	ADR	NYSE	TBR	1000:1	S	55	BoNY	879287100
Telemig Celular Participações S.A.	ADR	NYSE	TMB	20000:1	S	55	BoNY	87944E105
Telesp Celular Participações S.A.	ADR	NYSE	TCP	2500:1	S	55	BoNY	87952L108
Telesp Participações S.A.	ADR	NYSE	TSP	1000:1	S	55	BoNY	87952K100
Ultrapar Participações S.A.	ADR	NYSE	UGP	1000:1	S	22	BoNY	90400P101
Unibanco - União de Bancos Brasileiros S.A.	ADR	NYSE	UBB	500:1	S	61	Citibank	90458E107
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. – Usiminas.	GDR (Bifur)	PORTAL		10000:1	S	25	BoNY	917302101
Votorantin Celulose e Papel (formerly: Industrias de Papel Simão)	ADR	OTC	VOCEL	500:1	S	23	Citibank	92906P106

MSCI Industry Codes

Code	Industry
-------------	-----------------

11	Energy Sources
21	Building Materials & Components
22	Chemicals
23	Forest Products & Paper
24	Metals - Non-Ferrous
25	Metals – Steel
26	Misc. Materials & Commodities
37	Industrial Components
38	Machinery & Engineering
41	Appliances & Household Durables
43	Beverages & Tobacco
44	Food & Household Products
47	Textiles & Apparel
51	Broadcasting & Publishing
54	Merchandising/Retail
55	Telecommunications
61	Banking
64	Real Estate

Observações:

1. A listagem acima apresentada é cópia fiel do original enviado pelo Citibank N.A.;
2. A listagem original contém os dados mencionados neste extrato de todas as empresas do mundo com programas de DRs negociados no mercado de títulos norte-americano;
3. Para fins específicos deste pré-projeto foram extraídos os dados relativos a todas as empresas brasileiras com programas de DRs negociados no mercado de títulos norte-americano.

ANEXO IV

Glossário de termos utilizados

Abaixo são transcritas as definições dos principais termos utilizados neste estudo. Por oportuno, cabe mencionar que os termos originais e suas respectivas definições são apresentados com tradução livre para o português⁴⁹, bem como com indicativo da norma legal da qual foram extraídos.

Ação ordinária - *Common equity* (*Securities Exchange Act of 1933, Rule 405*) → O termo ação ordinária significa qualquer classe de ação ordinária ou interesse equivalente, enquanto incluído, mas não limitado a uma unidade de interesse de benefícios em um conglomerado ou interesse de sociedade limitado.

Ação preferencial não participativa - *Non-participatory preferred stock* (*Securities Exchange Act of 1933, Rule 902*) → está definido como capital acionário não-conversível, conferindo aos proprietários de tais papéis uma preferência no pagamento de dividendos e na distribuição de ativos em caso de liquidação, dissolução, mas não participando em distribuições residuais de ganhos ou ativos do emissor.

Alavancagem⁵⁰ → é o uso de ativos ou recursos com um custo fixo, a fim de aumentar os retornos dos proprietários da empresa. Três tipos básicos de alavancagem podem ser definidos:

- a) Alavancagem operacional, que é determinada pela relação entre as receitas de vendas da empresa e seu lucro antes dos juros e imposto de renda (LAJIR);
- b) Alavancagem financeira, que se refere à relação entre o lucro antes dos juros e do imposto de renda (LAJIR) e o lucro de suas ações ordinárias por ação (LPA);
- c) Alavancagem total, que é determinada pela relação entre a receita de vendas da empresa e o lucro por ação (LPA).

Avaliação de risco de valores mobiliários - *Rated Security* (*The Investment Company Act of 1940, Rule 2a-7*) → são os valores mobiliários que satisfazem as exigências dos parágrafos (a)(19)(i) ou (ii) desta seção, em cada caso sujeito ao parágrafo (a)(19)(iii) desta seção:

⁴⁹ Alguns termos foram mantidos na versão original por serem “jargões” tradicionais de mercado financeiro.

⁵⁰ Definição extraída de GITMAN, 7ª ed., p. 418

- (1) Os valores mobiliários de curto prazo que receberam uma avaliação pelo NRSRO⁵¹, ou foi emitido por um emissor que recebeu uma avaliação em curto prazo de um NRSRO com respeito a uma classe de obrigações de dívida (ou qualquer obrigação de dívida dentro daquela classe), comparável com os valores mobiliários objeto de análise;
- (2) Os valores mobiliários objetos de uma garantia que tenha recebido uma avaliação em curto prazo de um NRSRO, ou uma garantia emitida por um garantidor que tenha recebido uma avaliação em curto prazo de um NRSRO com respeito a uma classe de obrigações de dívida (ou qualquer obrigação de dívida dentro daquela classe) comparável com os valores mobiliários objeto de análise;
- (3) Um valor mobiliário não é considerado avaliado pelo risco se estiver sujeito a um acordo de crédito externo (inclusive um acordo pelo qual os valores mobiliários se tornaram valores mobiliários reembolsados), que não estava em vigor quando o valor mobiliário foi avaliado, a menos que os valores mobiliários recebessem uma avaliação em curto prazo que reflita a existência do acordo de crédito.

Bolsa de valores - *Exchange* (*Securities Exchange Act of 1934, Section 3*) → significa qualquer organização, associação, ou grupo de pessoas que constitui, mantém, ou provê um mercado ou instalações para reunir compradores e vendedores de valores mobiliários ou para realizar operações com valores mobiliários semelhante às funções executadas por uma bolsa de valores.

Comprador institucional qualificado - *Qualified institutional buyer* (*Securities Exchange Act of 1933, Rule 144A*) → significa :

- (1) Quaisquer das entidades seguintes, agindo por sua própria conta ou as contas de outros compradores institucionais qualificados que no agregado possuem e investem pelo menos em uma base discricionária \$100 milhões em valores mobiliários de emissores que não se afiliam com a entidade: (a) Qualquer companhia de seguros como definido na seção 2 (13) do Ato; (b) Qualquer sociedade de investimento registrado consoante o Ato da Sociedade de investimento ou qualquer companhia de desenvolvimento empresarial como definido em seção 2(a)(48) daquele Ato; (c) Qualquer Sociedade de investimento de pequena empresa autorizada pela Administração de Pequena empresa norte-americana consoante de seção 301(c) ou (d) do *Small Business Investment Act of 1958*; (d) Qualquer plano estabelecido e mantido por um estado, suas subdivisões políticas, ou qualquer agência de um estado ou suas subdivisões políticas, para o benefício de seus empregados; (e) Qualquer plano de

⁵¹ A definição está contida no *The Investment Company Act of 1940, Rule 2a-7* e representa uma organização nacional de avaliação de riscos.

benefício de empregado dentro do significado do título I do *Employee Retirement Income Security Act of 1974*; (f) Qualquer conglomerado de fundo de investimento, cujo associado seja um banco ou instituição conglomerada e de quem participantes são exclusivamente planos dos tipos identificados em parágrafo (a)(1)(i)(D) ou (E) desta seção, menos fundos de investimentos que incluem como planos de poupança-pensão de participantes; (g) Qualquer companhia de desenvolvimento empresarial como definido na seção 202(a)22 do *Investment Advisers Act of 1940*; (h) Qualquer organização descrita na seção 501(c) (3) do *Internal Revenue Code*, corporação (diferente de um banco como definido na seção 3(a) (2) do Ato ou uma associação de poupança e empréstimo ou outra instituição referenciada na seção 3(a) (5) (UM) do Ato ou um banco estrangeiro ou associação de poupança e empréstimo ou instituição equivalente; (i) Qualquer conselheiro financeiro registrado consoante *Investment Advisers Act of 1940*;

- (2) Qualquer negociante registrado descrito na seção 15 do *Exchange Act*, enquanto agindo por sua própria conta ou as contas de outros compradores institucionais qualificados que no agregado possuem e investem pelo menos em uma base discricionária \$10 milhões em valores mobiliários de emissores que não se afiliam com o negociante, contanto, que os valores mobiliários que constituem o todo ou uma parte não vendida para ou subscrito por negociante como um participante em uma oferta pública não será julgada para ser adquirida por tal negociante;
- (3) Qualquer negociante registrado descrito na seção 15 do *Exchange Act* agindo em uma transação sem risco em nome de um comprador institucional qualificado;
- (4) Qualquer sociedade de investimento registrada consoante o *Investment Company Act*, enquanto agindo por sua própria conta ou para as contas de outros compradores institucionais qualificados que fazem parte de uma família de sociedades de investimento que possuem pelo menos no agregado \$100 milhões em valores mobiliários de emissores diferente de emissores que se afiliam com a sociedade de investimento ou fazem parte de tal grupo de sociedades de investimento;
- (5) Grupo de sociedades de investimento significa que quaisquer duas ou mais sociedades de investimento registradas consoante o *Investment Company Act*, com exceção de um conglomerado de investimento cujos ativos consistem somente em partes de uma ou mais sociedades de investimentos registradas que têm o mesmo conselheiro financeiro, contanto que para propósitos desta seção cada série de uma companhia de séries (como definido em Regra 18f-2 consoante do *Investment Company Act*) será considerado como sendo uma sociedade de investimento separada;
- (6) Qualquer entidade, todos os sócios, os quais são compradores institucionais qualificados, enquanto agindo por sua própria conta ou as contas de outros compradores institucionais qualificados;

(7) Qualquer banco como definido em seção 3(a)(2) do Ato, qualquer associação de poupança e empréstimo ou outra instituição como referenciado na seção 3(a)(5)(A) do Ato, ou qualquer banco estrangeiro ou associação de poupança e empréstimo ou instituição equivalente, agindo por sua própria conta ou as contas de outros compradores institucionais qualificados que no agregado possuem e investem pelo menos em uma base discricionária \$100 milhões em valores mobiliários de emissores que não se afiliam com o patrimônio líquido examinado de pelo menos \$25 milhões como se manifestado em seus mais recentes relatórios financeiros anuais, a partir de uma data não mais que 16 meses que precedem a data de venda consoante da Regra no caso de um banco norte-americano ou associação de poupança e empréstimo, e não mais que 18 meses que precedem tal data de venda para um banco estrangeiro ou associação de poupança e empréstimo ou instituição equivalente.

Cotado - *Listed* (*Securities Exchange Act of 1934, Rule 3b-1*) → são papéis cotados nos principais mercados financeiros dos Estados Unidos da América, nos quais são admitidas a total negociação de privilégios em aplicação pelo emissor ou seu agente financeiro ou, no caso de valores mobiliários de uma sociedade anônima estrangeira, em aplicação por banqueiro encarregado de sua distribuição, incluindo valores mobiliários para os quais autoriza acrescentar a quotação uma notificação de que a emissão foi concedida.

Dealer - *Dealer* (*Securities Exchange Act of 1934, Section 3*) → significa qualquer pessoa ocupada do negócio de comprar e vender valores mobiliários por conta própria, por um corretor, mas que não inclui um banco, ou qualquer pessoa que como ele compra ou vende valores mobiliários por conta própria, mas não como uma parte de um negócio regular.

Debt securities - *Debt securities* (*Securities Exchange Act of 1933, Rule 902*) → são definidos como valores mobiliários da dívida de um emissor representando quaisquer outros valores mobiliários diferentes daqueles relacionados ao patrimônio líquido como definido na Regra 405.

Depository share - *Depository share* (*Securities Exchange Act of 1933, Rule 405*) → O termo *depository share* significa valores mobiliários comprovados por um Recibo de Depósito americano que representa valores mobiliários estrangeiros ou um múltiplo de uma fração depositada.

Emissor - *Issuer* (*Securities Exchange Act of 1933, Section 2*) → toda pessoa que emite ou propõe emitir valores mobiliários; exceto certificados de depósito, ou certificados de colateral, ou com respeito a certificados de interesse ou partes em um investimento não relacionado a outros, o termo emissor significa a pessoa ou pessoas executando os atos e assumindo os

deveres de depositário ou de gerente encarregado das provisões do grupo ou outros acordos de outros instrumentos financeiros sobre os quais são emitidos tais valores mobiliários, a não ser no caso de uma associação não incorporada provida por seus artigos para responsabilidade limitada de quaisquer ou todos seus membros, ou no caso de um conglomerado, comitê, ou outra pessoa jurídica, os membros não serão individualmente responsáveis como emissores de quaisquer valores mobiliários emitidos pela associação, conglomerado, comitê, ou outra pessoa jurídica; a não ser que com respeito a certificados de equipamento-conglomerado ou como valores mobiliários.

Emissor estrangeiro - *Foreign issuer* (*Securities Exchange Act of 1933, Rule 405*) → O termo emissor estrangeiro significa qualquer emissor que pode ser um governo estrangeiro, um nacional de qualquer país estrangeiro ou uma corporação ou outra organização incorporada ou organizada consoante as leis de qualquer país estrangeiro.

Emissor estrangeiro privado - *Foreign private issuer* (*Securities Exchange Act of 1933, Rule 405*) → O termo emissor estrangeiro privado significa qualquer emissor estrangeiro diferente de um governo estrangeiro que apresenta as condições seguintes:

- (1) Mais do que 50% dos valores mobiliários com direito a voto de cada emissor ou são tomados diretamente de registro ou por representar certificados de conglomerado ou recibos de depósitos de residentes dos Estados Unidos;
- (2) Qualquer dos seguintes : (i) A maioria dos executivos ou diretores são cidadãos dos Estados Unidos ou residentes; (ii) Mais do que 50% dos ativos do emissor ficam situados nos Estados Unidos; (iii) O negócio do emissor é administrado principalmente nos Estados Unidos. Com a finalidade deste parágrafo, o termo residente, quando aplicado a proprietários de valores mobiliários, significará qualquer pessoa cujo endereço aparece nos registros do emissor ou o depósito situado nos Estados Unidos.

Equity security - *Equity security* (*Securities Exchange Act of 1933, Rule 405*) → os valores mobiliários de patrimônio líquido significam qualquer ação ou valores mobiliários semelhantes, certificado de interesse ou participação em qualquer acordo de distribuição do lucro, certificação ou subscrição, ação transmissível, certificado de votação de conglomerado ou certificado de depósito em valores mobiliários de patrimônio líquido, interesse de sociedade limitado, ou certificado de interesse de um conglomerado empresarial, ou quaisquer valores mobiliários conversíveis, ou qualquer papel representativo de subscrição ou compra de valores mobiliários; ou qualquer autorização ou direito; ou qualquer outra opção ou privilégio de comprar valores mobiliários de ou vender tais valores mobiliários.

NASDAQ security - *NASDAQ security* (*Securities Exchange Act of 1934, Rule 10b-18*) → representa os valores mobiliários, exceto os valores mobiliários informados, os quais a oferta e a cotação são reportados no sistema de cotação automática (NASDAQ) operado pela Associação Nacional de Corretores de Valores (NASD).

Operações de offshore - *Offshore transaction* (*Securities Exchange Act of 1933, Rule 902*) → Uma oferta ou venda de valores mobiliários é denominada como operação de *offshore* quando: (1) A oferta não é feita a uma pessoa nos Estados Unidos; (2) Quando a ordem de compra é originada, o comprador está fora dos Estados Unidos, ou o vendedor e qualquer pessoa ligada acreditam que o comprador está fora dos Estados Unidos; (3) Para propósitos da Regra 903, a transação é executada fisicamente dentro ou através de uma troca de valores mobiliários estrangeiros; ou consoante a Regra 904, a transação é executada dentro, ou através das instalações de um mercado de valores *offshore* descrito no parágrafo (b) desta seção.

PORTAL - *PORTAL* (*SEC Act Release n° 6864 - April 30, 1990*) - Contemporaneamente com a adoção de Regra 144A, a SEC também em 1990 aprovou a criação pelo NASD de um mercado eletrônico para negociar papéis e valores mobiliários pela Regra 144A. Conhecido como *PORTAL - Private Offering, Resale and Trading Through Automated Linkages System* (Oferecimento Privado, Revenda e Comércio Por Sistema de Acoplamentos Automatizado), este mercado negocia somente valores mobiliários que se qualificam consoante a Regra 144A e só permitem investidores que se qualifiquem como compradores institucionais qualificados (*Qualified Institutional Buyers - QIBs*) negociarem.

Valores mobiliários - *Security* (*Securities Exchange Act of 1933, Section 2*) → qualquer título de crédito, ações, título de tesouraria, debênture, certificado de depósito ou participação em qualquer acordo de investimento, certificado de colateral, contrato de investimento, certificado de depósito, qualquer opção de compra, venda, ou privilégio em qualquer operação com valores mobiliários, certificado de depósito, ou grupo ou índice de valores mobiliários (inclusive qualquer interesse neste ou baseado no valor deste), ou qualquer venda, compra, ou privilégio adquirido em uma troca de títulos cambiais, ou em geral, qualquer interesse ou instrumento geralmente conhecido como um valor mobiliário, ou qualquer certificado de interesse ou participação em certificado temporário ou provisório para receber garantia de título conversível ou direito de subscrever qualquer emissão precedente.

Warrant - *Warrant* (*Securities Exchange Act of 1934, Rule 12a-4*) → representa qualquer autorização ou certificado que comprova um direito para subscrever ou adquirir valores mobiliários, emitidos ou não emitidos.

Os leitores que se sentirem motivados em conhecer os detalhes afeitos as definições acima apresentadas, poderão recorrer às seguintes normas e regulamentos :

The Securities Exchange Act of 1933

- *Section* : 2
- *Rules* : 100, 141, 142, 144, 144A, 151, 405, 902

The Securities Exchange Act of 1934

- *Sections* : 3, 4, 13, 35A
- *Rules* : 3a1-1, 3a11-1, 3a12-C, 3a43-1, 3a51-1, 3b-1, 3b-2, 3b-3, 3b-3, 3b-4, 3b-8, 3b-9, 3b-11, 3b-12, 3b-13, 3b-14, 3b-15, 9b-1, 10b-10, 10b-18, 11Aa3-2, 12a-4, 14a-1, 16a-1, 16a-4, 15C1-1
- *Regulation* : M, ATS

Investment Company Act of 1940

- *Sections* : 2, 3, 4, 5, 18
- *Rules* : 0-1, 2a-7, 2a51-1, 3a-7, 7d-1, 8b-2, 10b-1, 11a-1, 12d3-1, 17f-5, 23C-3

US Code – Title 15

- *Chapter 2A-Subchapter* : 1§77b
- *Chapter 2B* : §78C, §78q-2
- *Chapter 2D-Subchapter* : 1§80a-3

Securities and Exchange Commission Act Rel. N° 6864 of April, 30, 1990

- *Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages- PORTAL*