

# Doutrina

## O INVESTIDOR QUALIFICADO NO DIREITO COMPARADO

ARNOLDO WALD

*I – Introdução. II – Estados Unidos da América do Norte: a) “Investidor qualificado” no âmbito do Securities Act de 1933, designado como accredited investor – b) “Comprador qualificado” no âmbito do Investment Company Act de 1940, designado como qualified purchaser – c) Outras definições de “investidores sofisticados” no Direito Norte-Americano – d) Comentários. III – Direito comunitário. Regras gerais para os membros da União Européia. IV – França: a) A noção de “investidor informado” (investisseur averti) – b) A noção de “investidor qualificado” (investisseur qualifié) – c) A noção de “investidor institucional” (investisseur institutionnel) – d) Comentários. V – Reino Unido: a) O conceito de “investidor qualificado” na captação de clientes e convite ao investimento – b) Comentários. VI – Itália: a) A noção de “operador qualificado” (operatore qualificato) – b) A noção de “investidor qualificado” (investitore qualificato) – c) Comentários. VII – Conclusões.*

### ***I – Introdução***

1. Consideramos que o exame da regulamentação de outros países sobre o tratamento dispensado ao *investidor qualificado* pode servir de grande valia, no presente e no futuro, tanto para aqueles que buscam se aprofundar na matéria como para o exercício da atividade normativa da Agência Reguladora – CVM – na busca de novos aperfeiçoamentos da disciplina do investidor qualificado no âmbito dos fundos de investimento e de outras atividades e operações do mercado de valores mobiliários.

2. Assim, procederemos à análise da regulação adotada nos Estados Unidos, França, Reino Unido e Itália, bem como na União Européia, abrangendo o histórico de cada uma delas e as normas editadas em cada país versando sobre a figura do *investidor qualificado*.

3. Além disso, faremos a comparação das normas estrangeiras com as que regem o instituto no Direito Brasileiro.

4. Para tanto, é necessário mencionar a definição de investidor qualificado contida na Instrução CVM-409, de 18.8.2004:

“Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados: I – instituições financeiras; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I; V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e VI – administradores de

carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

“§ 1º. Poderão ser admitidos, como cotistas de um fundo para investidores qualificados, os empregados e/ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo, expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

“§ 2º. É permitida a permanência, em fundos para investidores qualificados, de cotistas que não se enquadrem nos incisos deste artigo, desde que tais cotistas tenham ingressado até a data de vigência desta Instrução e em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes.

“§ 3º. *Os requisitos a que se refere o caput deverão ser verificados, pelo administrador ou pelo intermediário, no ato de cada aplicação em fundo de investimento de que o investidor não seja cotista, sendo certo que a perda da condição de investidor qualificado não implica a exclusão do cotista do fundo de investimentos.*”

5. A referida instrução disciplina a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento e é o único documento normativo que trata da definição de “investidor qualificado” no Direito Brasileiro.

## II – Estados Unidos da América do Norte

6. O mercado financeiro e de capitais norte-americano é um dos mais desenvolvidos do mundo, tanto pelo volume de negociações e valor das transações como pelas regras de proteção do investidor.

7. É importante lembrar que, além das leis federais e da regulamentação da *Securities and Exchange Commission* – SEC, as transações envolvendo valores mobiliários ainda estão sujeitas às normas estaduais, as chamadas *blue sky laws*, que são normas editadas pelos Estados no sentido de proteger investidores de fraudes relacionadas

a valores mobiliários. Tais normas obrigam os ofertantes (companhias ou fundos de investimento) a registrar suas ofertas e fornecer detalhes de cada oferta com o intuito de prover o investidor das informações relevantes para a decisão de investir.<sup>1</sup>

8. Importante destacar que, diferentemente do Brasil, nos Estados Unidos os mercados de bolsas de valores e de balcão são altamente desenvolvidos, sendo muito comum que pequenos investidores negociem diretamente valores mobiliários no mercado. Desse modo, não há ênfase na disciplina do investidor de fundos de investimento, como no Brasil.

9. Analisando apenas as leis federais e as regras da SEC sobre o tema em estudo, encontramos diversos conceitos que se aproximam da nossa noção de “investidor qualificado”.

a) *“Investidor qualificado” no âmbito do Securities Act de 1933, designado como accredited investor*

10. A classificação dos investidores em categorias tem servido, precipuamente, para isentar algumas ofertas de valores mobiliários do registro junto à SEC, levan-

1. Definindo as *blue sky laws*, John Downes e Jordan Elliot Goodman (*Dictionary of Finance and Investment Terms*, 6ª ed., Hauppauge/NY, Barron's, 2003, p. 66): “*Blue sky law*: law of a kind passed by various States to protect investors against securities fraud. These laws require sellers of new stock issues or mutual funds to register their offerings and provide financial details on each issue so that investors can base their judgments on relevant data. The term is said to have originated with a judge who asserted that a particular stock offering had as much value as a patch of blue sky”. E, ainda, Kevin A. Jones (“The National Securities Markets Improvement Act of 1996: a new model for efficient capital formation”, *Arkansas Law Review* 53/153, 2000): “State securities regulation dates back to 1911 when Kansas enacted legislation regulating the distribution and sale of securities. These state regulations are commonly referred to as ‘blue sky laws’, and today, every state has some form of state securities regulation. These statutes have always been intended to protect investors from fraudulent dealings”.

do em consideração a capacidade do investidor de tomar decisões de investimento sem que seja necessária a proteção do Estado. Ou seja, algumas pessoas, físicas ou jurídicas, por sua experiência financeira, patrimônio ou composição societária e/ou gerencial, são presumidamente consideradas capazes de, por si mesmas, entender adequadamente os riscos envolvidos em cada espécie de investimento e decidir se tais investimentos lhes são convenientes, ou não. Para estas pessoas os benefícios da proteção estatal seriam mínimos.<sup>2</sup>

11. Uma das discussões mais importantes no tocante a registros de emissões de valores mobiliários ocorreu em 1953, quando foi julgado pela Suprema Corte o caso "SEC vs. Ralston Purina Co."<sup>3</sup> Neste caso discutiu-se a abrangência do art. 4(2) do *Securities Act* de 1933,<sup>4</sup> que isentava de registro as ofertas de valores mobiliários que não fossem dirigidas ao público. Conforme exposto na decisão judicial, entendeu-se que a *Section 4(2)* abrangia somente ofertas dirigidas àqueles que eram capazes de tomar decisões adequadas por si mesmos, sem a proteção da lei ou da autoridade competente, e que não envolvessem oferta ao público em geral. Conseqüentemente, o público em geral não poderia ser alvo de oferta privada de valores mobiliários; e, havendo oferta pública, a mesma deveria ser registrada na SEC.

12. A partir do caso "SEC vs. Ralston Purina Co.", a SEC passou a incluir o critério de "sophistication do investidor" em suas normas e decisões relativas a ofertas de valores mobiliários. A primeira regra foi a *Rule 146*, editada em 1974, que, além de extremamente complexa,<sup>5</sup> ainda permitia

que o ofertante analisasse de forma subjetiva a condição do ofertado.<sup>6</sup> Um novo conceito, desta vez mais objetivo, foi trazido pela *Rule 242*, em 1979. Nesta norma, classes específicas de investidores qualificados (*accredited investors*) foram desenhadas com base na sua capacidade de obter informações suficientes para que fossem tomadas decisões conscientes em termos de investimento.

13. Em 1980, pouco tempo depois da edição da *Rule 242*, o Congresso acrescentou ao *Securities Act* o art. 4(6),<sup>7</sup> que isenta de registro transações envolvendo ofertas e vendas a investidores qualificados (*accredited investors*). Neste contexto, foi incluído na lei o conceito de "investidor qualificado" (*accredited investor*), que perdura até hoje. A definição legal era bastante parecida com a contida na *Rule 242*, embora ambas não fossem idênticas. A nova regra continuou permitindo que ofertas privadas destinadas a investidores qualificados (*accredited investors*) não se sujeitassem ao registro previsto no *Securities Act*. Nesta oportunidade, o Congresso autorizou que a SEC adotasse outras categorias de in-

5. David L. Ratner, *Securities Regulation in a Nutshell*, 2ª ed., St. Paul/Minnesota: West Publishing, 1982, pp. 57-58.

6. Securities and Exchange Commission, "Defining the term 'qualified purchaser' under the Securities Act 1933", *Release 33-8041, File S7-23-01*, in [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

7. *Section 4(6)*, que dispõe: "(6) Transactions involving offers of sales by an issuer solely to one or more accredited investors, if the aggregate offering price of an issue of securities offered in reliance on this paragraph does not exceed the amount allowed under Section 3(b) of this title, if there is no advertising or public solicitation in connection with the transaction by the issuer or anyone acting on the issuer's behalf, and if the issuer files such notice with the Commission as the Commission shall prescribe" (traduzindo livremente o dispositivo: "(6) Transações envolvendo ofertas de venda dirigidas somente a um ou mais *accredited investors*, no caso de o preço total da emissão realizada de acordo com este dispositivo não ultrapassar o montante indicado pelo art. 3(b) e de não haver apelo ao público, seja por parte do emissor ou de qualquer um agindo em seu nome, tendo o emissor a obrigação de informar a Comissão [SEC] sobre a operação na forma prevista").

2. Securities and Exchange Commission, "Securities Act Release n. 5.560", in Larry D. Soderquist, *Securities Regulation: a Problem Approach*, Mineola/NY, The Foundation Press, 1982, p. 275; e, ainda, "Securities Act Release n. 6.256", in *op. cit.*, p. 281.

3. 346 U.S. 119 (1953).

4. "Section 4. (...) (2) Transactions by an issuer not involving any public offering."

vestidores qualificados (*accredited investors*), de acordo com os diversos graus de sofisticação financeira dos investidores (dependendo do patrimônio, conhecimento e experiência financeira do indivíduo, além do montante investido); e, assim, vários indivíduos foram incluídos na definição, contida na *Rule 501*.<sup>8</sup>

14. O *Securities Act* de 1933, que ainda está em vigor, tem por objetivo proporcionar o completo fornecimento de informações sobre os valores mobiliários negociados em âmbito interestadual e internacional, bem como os negociados por correio, além de prevenir fraudes nas vendas, dentre outros.<sup>9</sup>

15. Segundo referida norma, a companhia que oferta publicamente à venda valores mobiliários deve registrar tais valores mobiliários na SEC caso os mesmos não estejam abrangidos por alguma das exceções que enumera. Dentre as exceções estão os valores mobiliários oferecidos aos chamados "investidores qualificados" (*accredited investors*), que são definidos pela própria lei na *Section 2(a)(15)(i)* e (ii) do *Securities Act* de 1933 nos seguintes termos:

"(15) O termo 'investidor qualificado' (*accredited investor*) significa:

"(i) Bancos, conforme definidos no art. 3(a)(2), atuando pessoalmente ou representando terceiros; companhias de seguro, conforme definidas no item (13) deste inciso; companhias de investimento registradas sob o *Investment Company Act* de 1940 ou companhias de desenvolvimento de negócios conforme definido no art. 2(a)(48) da mesma lei; pequenas empresas de investimen-

to autorizadas a funcionar pela *Small Business Administration*; ou planos de benefícios de empregados, incluindo planos de previdência individuais, sujeitos ao *Employee Retirement Income Security Act* de 1974, se as decisões de investimento forem tomadas por um representante do plano, conforme definido no art. 3(21) da lei de 1974, o qual deverá ser, necessariamente, um banco, uma companhia seguradora ou um consultor de investimento registrado; ou

"(ii) Qualquer pessoa que, com base em fatores como sofisticação financeira, patrimônio, conhecimentos e experiência financeira, ou, ainda, bens administrados, pode ser considerada como investidor qualificado (*accredited investor*) de acordo com as regras editadas pela Comissão."<sup>10</sup>

16. A definição incluída no *Securities Act* teve como motivação, além das questões conceituais já expostas, a preocupação do Congresso Americano de garantir às pequenas empresas um mercado para seu financiamento.<sup>11</sup> Além disso, outra justifi-

10. Tradução livre. O teor da norma no idioma original é o seguinte:

"(15) The term 'accredited investor' shall mean:

"(i) A bank as defined in Section 3(a)(2) whether acting in its individual or fiduciary capacity; an insurance company as defined in paragraph (13) of this Subsection; an investment company registered under the Investment Company Act 1940 or a business development company as defined in Section 2 (a)(48) of that Act; a Small Business Investment Company licensed by the Small Business Administration; or an employee benefit plan, including an individual retirement account, which is subject to the provisions of the Employee Retirement Income Security Act of 1974, if the investment decision is made by a plan fiduciary, as defined in Section 3(21) of such act, which is either a bank, insurance company, or registered investment adviser; or

"(ii) Any person who, on the basis of such factors as financial sophistication, net worth, knowledge, and experience in financial matters, or amount of assets under management qualifies as an accredited investor under rules and regulations which the Commission shall prescribe."

11. Securities and Exchange Commission, "Securities Act Release n. 6.256", in Larry D. Soderquist, *Securities Regulation: a Problem Approach*,

8. Securities and Exchange Commission, "Defining the term 'qualified purchaser' under the Securities Act 1933", *Release 33-8041, File S7-23-01*, in [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

9. Prevê o "Preâmbulo" do *Securities Act* de 1933: "An act to provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes".

cativa para a regra de exclusão de registro refere-se à capacidade de instituições financeiras e outros investidores sofisticados que investem em valores mobiliários de se resguardarem sem que seja necessária a proteção do Estado. Ou seja, um benefício mínimo adviria do registro da emissão dos valores mobiliários que seriam por eles adquiridos.<sup>12</sup>

17. A fim de simplificar e coordenar as exceções para as ofertas de valores mobiliários, a SEC, valendo-se da prerrogativa concedida pelo Congresso Norte-Americano, editou a *Regulation D*, composta pelas Regras (*Rules*) 501 a 506, que trazem as definições para fins da *Regulation D*; ou seja, para as exceções à obrigação de registro da oferta de valores mobiliários prevista no *Securities Act* (art. 5).<sup>13</sup>

18. A *Rule 501* estabelece que:

“a. *Investidor Qualificado. [accredited investor]* Investidor qualificado [*accredited investor*] é qualquer indivíduo que se enquadre em alguma das categorias abaixo, ou que o ofertante acredite se enquadrar em alguma delas, no momento em que o mesmo adquirir valores mobiliários:

“1. Qualquer banco, conforme definido no art. 3(a)(2) do *Securities Act* de 1933, ou entidade de poupança, ou associação de crédito, ou outra instituição enumerada no art. 3(a)(5)(A) do *Securities Act*, atuando pessoalmente ou representando terceiros; qualquer corretor ou distribuidor registrado de acordo com o art. 15 do *Securities*

Mineola/NY, The Foundation Press, 1982, p. 281. Com a dispensa de registro, os custos de emissão e colocação de valores mobiliários no mercado diminuem e tornam o mercado atrativo aos pequenos empreendimentos.

12. *Securities and Exchange Commission*, “*Securities Act Release n. 5.560*”, cit., in Larry D. Soderquist, *Securities Regulation: a Problem Approach*, p. 275; e, ainda, “*Securities Act Release n. 6.256*”, cit., in ob. cit., p. 281. Como já apontado acima, os custos do registro e cumprimento das regras de informação aos investidores não se justificam no caso de investidores sofisticados.

13. David L. Ratner, *Securities Regulation in a Nutshell*, cit., 2ª ed., p. 59.

*Exchange Act* de 1934; as companhias de seguro, conforme definidas no art. 2(a)(13) do *Securities Act*; as companhias de investimento registradas sob o *Investment Company Act* de 1940 ou companhias de desenvolvimento de negócios conforme definido no art. 2(a)(48) da mesma lei; as pequenas empresas de investimento autorizadas a funcionar pela *Small Business Administration* nos termos do art.301(c) ou (d) do *Small Business Investment Act* de 1958; os planos de benefícios de empregados estabelecidos ou mantidos pelos Estados, suas subdivisões políticas ou qualquer agência ou entidade pertencente aos Estados ou suas subdivisões políticas, se o plano possuir bens em montante superior a 5 milhões de Dólares; os planos de benefícios de empregados, incluindo planos de previdência individuais, sujeitos ao *Employee Retirement Income Security Act* de 1974, se as decisões de investimento forem tomadas por um representante do plano, conforme definido no art.(21) da lei de 1974, o qual deverá ser, necessariamente, um banco, uma entidade de poupança ou associação de crédito, companhia seguradora ou um consultor de investimento registrado, ou caso o plano de benefício possua bens em montante superior a 5 milhões de Dólares, ou, se se tratar de plano auto-administrado, com decisões de investimento tomadas exclusivamente por pessoas consideradas investidores qualificados; [*accredited investors*]

“2. Qualquer companhia fechada de desenvolvimento de negócios, nos termos do art. 202(a)(22) do *Investment Advisers Act* de 1940;

“3. Qualquer organização relacionada no art. 501(c)(3) do *Internal Revenue Code*, ou sociedade não constituída exclusivamente para a aquisição de valores mobiliários, com bens em montante superior a 5 milhões de Dólares;

“4. Qualquer diretor, ou executivo que participe da administração, ou sócio do emissor dos valores mobiliários ofertados ou alienados, ou diretor, executivo que par-

ticipe da administração ou sócio de algum dos sócios do emissor;

"5. Qualquer pessoa física cujo patrimônio individual, ou somado ao do cônjuge, exceda 1 milhão de Dólares no momento da aquisição dos valores mobiliários;

"6. Qualquer pessoa física que possua renda individual superior a 200 mil Dólares em cada um dos dois exercícios financeiros mais recentes, ou renda conjunta com o cônjuge superior a 300 mil Dólares no mesmo período, e que tenha expectativa de alcançar a mesma renda no presente exercício;

"7. Qualquer *trust* cujo patrimônio total exceda 5 milhões de Dólares, que não tenha sido formado no intuito de adquirir valores mobiliários e que tenha as aquisições comandadas por uma pessoa sofisticada, conforme descrito na *Rule 506(b)(2)* (ii); e

"8. Qualquer entidade cujos sócios sejam investidores qualificados" [*accredited investors*].<sup>14</sup>

14. Tradução livre. O teor da norma no idioma original é o seguinte:

"(a) *Accredited investor*. 'Accredited investor' shall mean any person who comes within any of the following categories, or who the issuer reasonably believes comes within any of the following categories, at the time of the sale of the securities to that person:

"(1) Any bank as defined in Section 3(a)(2) of the Act, or any savings and loan association or other institution as defined in Section 3(a)(5)(A) of the Act whether acting in its individual or fiduciary capacity; any broker or dealer registered pursuant to Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934; any insurance company as defined in Section 2(13) of the Act; any investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or a business development company as defined in Section 2(a)(48) of that Act; any Small Business Investment Company licensed by the U.S. Small Business Administration under Section 301(c) or (d) of the Small Business Investment Act of 1958; any plan established and maintained by a state, its political subdivisions, or any agency or instrumentality of a State or its political subdivisions, for the benefit of its employees, if such plan has total assets in excess of \$5,000,000; any employee benefit plan within the meaning of the Employee Retirement Income Security Act of 1974 if

19. Na *Regulation D* também encontramos regras que dizem respeito às informações que devem ser fornecidas aos potenciais investidores. A *Rule 502* trata das informações em si e das hipóteses em que devem ser fornecidas,<sup>15</sup> excluindo as ofer-

the investment decision is made by a plan fiduciary, as defined in Section 3(21) of such Act, which is either a bank, savings and loan association, insurance company, or registered adviser, or if the employee benefit plan has total assets in excess of \$5,000,000 or, if a self-directed plan, with investment decisions made solely by persons that are accredited investors;

"(2) Any private business development company as defined in Section 202(a)(22) of the Investment Advisers Act of 1940;

"(3) Any organization described in Section 501(c)(3) of the Internal Revenue Code, corporation, Massachusetts or similar business trust, or partnership, not formed for the specific purpose of acquiring the securities offered, with total assets in excess of \$5,000,000;

"(4) Any director, executive officer, or general partner of the issuer of the securities being offered or sold, or any director, executive officer, or general partner of a general partner of that issuer;

"(5) Any natural person whose individual net worth, or joint net worth with that person's spouse, at the time of his purchase exceeds \$1,000,000;

"(6) Any natural person who had an individual income in excess of \$200,000 in each of the two most recent years or joint income with that person's spouse in excess of \$300,000 in each of those years and has a reasonable expectation of reaching the same income level in the current year;

"(7) Any trust, with total assets in excess of \$5,000,000, not formed for the specific purpose of acquiring the securities offered, whose purchase is directed by a sophisticated person as described in *Rule 506(b)(2)(ii)*; and

"(8) Any entity in which all of the equity owners are accredited investors."

15. Dispõe o item (b)(1) da *Rule 502*:

"(b) Information requirements

"(1) When information must be furnished

"If the issuer sells securities under *Rule 505* or *Rule 506* to any purchaser that is not an accredited investor, the issuer shall furnish the information specified in paragraph (b)(2) of this Section to such purchaser a reasonable time prior to sale. The issuer is not required to furnish the specified information to purchasers when it sells securities under *Rule 504*, or to any accredited investor.

"**Note:** When an issuer provides information to investors pursuant to paragraph (b)(1), it should consider providing such information to accredited investors as well, in view of the anti-fraud provisions of the federal securities laws."

tas dirigidas a investidores qualificados (*accredited investors*).<sup>16</sup>

b) “Comprador qualificado” no âmbito do Investment Company Act de 1940, designado como *qualified purchaser*

20. O *Investment Company Act* de 1940, que tem por objetivo regular o registro e o funcionamento das companhias de investimento e dos consultores de investimento, dentre outras questões,<sup>17</sup> traz definição para “comprador qualificado” (*qualified purchaser*). As companhias de investimento, ou *Investment Companies*, são definidas na *Section 3*; e, dentre elas, a principal categoria são os fundos de investimento, ou *mutual funds*.<sup>18</sup>

21. O conceito de “comprador qualificado” (*qualified purchaser*) encontra-se na *Section 2(a)(51)(A)*, que trata das definições e abrange, em termos gerais:

– pessoas físicas que possuam pelo menos 5 milhões de Dólares em investimentos;

– companhias que possuam pelo menos 5 milhões de Dólares em investimentos, desde que pertencentes a pelo menos duas pessoas físicas vinculadas (cônjuges, irmãos, descendentes diretos etc.), ou tenham sido feitos em benefício destas pessoas;

– investimentos equivalentes a 5 milhões de Dólares, no mínimo, em virtude de criação de instrumento de *trust*, por tais pessoas ou em seu benefício;

– *trusts* que não tenham sido criados para a aquisição de valores mobiliários e obedecem a certos requisitos;

16. David L. Ratner, *Securities Regulation in a Nutshell*, cit., 2ª ed., p. 60.

17. Diz o “Preâmbulo” do *Investment Company Act*: “To provide for the registration and regulation of investment companies and investment advisers, and for other purposes”.

18. Kevin A. Jones, “The National Securities Markets Improvement Act of 1996: a new model for efficient capital formation”, cit., *Arkansas Law Review* 53/157.

– qualquer pessoa que, agindo por conta própria ou em nome outros compradores qualificados (*qualified purchasers*), ao todo, possua e/ou invista pelo menos 25 milhões de Dólares.<sup>19</sup>

c) Outras definições de “investidores sofisticados” no Direito Norte-Americano

22. Outros diplomas legais têm suas próprias definições para “investidores sofisticados”. São eles os seguintes:

– *Qualified Institutional Buyers (QIBs)* – definição dada pela *Rule 144A – Private Resales of Securities to Institutions*. Estão incluídas nesta categoria instituições que possuem e investem grandes montantes em valores mobiliários em geral, variando de 10 a 100 milhões de Dólares. A vantagem de se oferecer valores mobiliários às entidades enumeradas pela *Rule 144A* é a isenção do dever de registro para a revenda.<sup>20</sup>

19. “(51)(A) ‘Qualified purchaser’ means:

“(i) any natural person (including any person who holds a joint, community property, or other similar shared ownership interest in an issuer that is excepted under Section 3(c)(7) with that person’s qualified purchaser spouse) who owns not less than \$5,000,000 in investments, as defined by the commission;

“(ii) any company that owns not less than \$5,000,000 in investments and that is owned directly or indirectly by or for 2 or more natural persons who are related as siblings or spouse (including former spouses), or direct lineal descendants by birth or adoption, spouses of such persons, the estates of such persons, or foundations, charitable organizations, or trusts established by or for the benefits of such persons;

“(iii) any trust that is not covered by clause (ii) and that was not formed for the specific purpose of acquiring the securities offered, as to which the trustee or other person authorized to make decisions with respect to the trust, and each settlor or other person who has contributed assets to the trust, is a person described in clause (i), (ii), or (iv); or

“(iv) any person, acting for its own account or the accounts of other qualified purchasers, who in the aggregate owns and invests on a discretionary basis, not less than \$25,000,000 in investments.”

20. Securities and Exchange Commission, “Defining the term ‘qualified purchaser’ under the Securities Act 1933”, *Release 33-8041, File S7-23-01*, in [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

– *Qualified Clients* – conceito previsto na *Rule 205-3*, que regulamenta o *Investment Advisers Act* de 1940; abrange pessoas físicas ou jurídicas que tenham patrimônios substanciais<sup>21</sup> e se aplica aos casos em que há exceções à proibição de cobrança de taxa de *performance*.<sup>22</sup>

– *Qualified Investors* – prevista no *Exchange Act* de 1934, art. 3(a)(54), esta categoria abrange diversas pessoas<sup>23</sup> e tem

21. “Rule 205.

“(…)”.

“d) **Definitions.** For the purposes of this Section:

“(1) The term ‘qualified client’ means:

“(i) A natural person who or a company that immediately after entering into the contract has at least \$750,000 under the management of the investment adviser;

“(ii) A natural person who or a company that the investment adviser entering into the contract (and any person acting on his behalf) reasonably believes, immediately prior to entering into the contract, either:

“(A) has a net worth (together, in the case of a natural person, with assets held jointly with a spouse) of more than \$1,500,000 at the time the contract is entered into; or

“(B) is a qualified purchaser as defined in Section 2(a)(51)(A) of the Investment Company Act of 1940 [15 U.S.C. 80a-2(a)(51)(A)] at the time the contract is entered into; or

“(iii) A natural person who immediately prior to entering into the contract is:

“(A) an executive officer, director, trustee, general partner, or person serving in a similar capacity, of the investment adviser; or

“(B) an employee of the investment adviser (other than an employee performing solely clerical, secretarial or administrative functions with regard to the investment adviser) who, in connection with his or her regular functions or duties, participates in the investment activities of such investment adviser, provided that such employee has been performing such functions and duties for or on behalf of the investment adviser, or substantially similar functions or duties for or on behalf of another company for at least 12 months.”

22. Securities and Exchange Commission, “Defining the term ‘qualified purchaser’ under the Securities Act 1933”, *Release 33-8041, File S7-23-01*, in [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

23. “54. *Qualified Investor*

“A. **Definition.** Except as provided in subparagraph (B), for purpose of this title, the term ‘qualified investor’ means:

por objetivo excetuar as situações em que bancos não são considerados corretores (*brokers*) ou distribuidores (*dealers*) de valores mobiliários, não se sujeitando, portanto, às regras incidentes sobre tais entidades.<sup>24</sup>

“(i) Any investment company registered with the Commission under Section 8 of the Investment Company Act of 1940;

“(ii) Any issuer eligible for an exclusion from the definition of investment company pursuant to Section 3(c)(7) of the Investment Company Act of 1940;

“(iii) Any bank (as defined in paragraph (6) of this Subsection), savings association (as defined in Section 3(b) of the Federal Deposit Insurance Act), broker, dealer, insurance company (as defined in Section 2(A)(13) of the Securities Act of 1933), or business development company (as defined in Section 2(a)(48) of the Investment Company Act of 1940);

“(iv) Any small business investment company licensed by the United States Small Business Administration under Section 301(c) or (d) of the Small Business Investment Act of 1958;

“(v) Any State sponsored employee benefit plan, or any other employee benefit plan, within the meaning of the Employee Retirement Income Security Act of 1974, other than an individual retirement account, if the investment decisions are made by a plan fiduciary, as defined in Section 3(21) of that Act, which is either a bank, savings and loan association, insurance company, or registered investment adviser;

“(vi) Any trust whose purchase of securities are directed by a person described in clauses (i) through (v) of this subparagraph;

“(vii) Any market intermediary exempt under Section 3(c)(2) of the Investment Company Act of 1940;

“(viii) Any associated person of a broker or dealer other than a natural person;

“(ix) Any foreign bank (as defined in Section 1(b)(7) of the International Banking Act of 1978);

“(x) The government of any foreign country;

“(xi) Any corporation, company, or partnership that owns and invests on a discretionary basis, not less than \$25,000,000 in investments;

“(xii) Any natural person who owns and invests on a discretionary basis, not less than \$25,000,000;

“(xiii) Any government or political subdivision, agency, or instrumentality of a government who owns and invests on a discretionary basis not less than \$50,000,000 in investments; or

“(xiv) Any multinational or supranational entity or any agency or instrumentality thereof.”

24. Securities and Exchange Commission, “Defining the term ‘qualified purchaser’ under the Securities Act 1933”, *Release 33-8041, File S7-23-01*, in [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

#### d) Comentários

23. Diferentemente do sistema brasileiro, no qual encontramos apenas uma definição legal para “investidor qualificado”, nos Estados Unidos são adotadas várias definições, que variam conforme a operação da qual a pessoa (física ou jurídica) pretende participar e a necessidade de proteção. As principais definições são, como vimos, as contidas no *Securities Act* de 1933 e no *Investment Company Act* de 1940.

24. Além destas, podem haver definições pelas leis estaduais, sendo que há intenção da lei de unificar, no plano nacional, o conceito de “comprador qualificado” (*qualified purchaser*), para aprimorar o mercado financeiro e de capitais norte-americano.

25. Vários critérios são fixados para caracterizar o *investidor qualificado*. Quanto à pessoa jurídica, o principal critério é a atividade por ela exercida (geralmente, atividades financeiras ou de investimento), critério também aplicado pela legislação brasileira. Quanto à pessoa física, verificamos que são relevantes tanto a função exercida como o patrimônio, a renda e o montante investido em valores mobiliários, distinguindo-se dos critérios adotados pela legislação brasileira, que apenas considera o montante investido.

26. Constatamos, ainda, que a legislação norte-americana destaca a informação que deve ser disponibilizada ao investidor (mais informação para o investidor comum e menos para o investidor sofisticado) e dispensa de registro na SEC ofertas dirigidas a alguns tipos de investidor sofisticado.

### III – Direito comunitário. Regras gerais para os membros da União Européia

27. Em 4.11.2003 o Parlamento Europeu e o Conselho editaram a Diretiva 2003/71/EC, também conhecida como *Prospectus Directive*, ou simplesmente PD, que trata da publicação do prospecto em caso de oferta pública e em transações en-

volvendo valores mobiliários. Esta Diretiva tem por objetivo diminuir os custos de obtenção de capital na Comunidade Européia, proporcionar acesso fácil ao capital e proteger os investidores, sem tirar de cada país-membro, entidade financeira ou bolsa a competência para baixar as normas que entenderem necessárias para regular o assunto.<sup>25</sup>

28. Com a implementação desta Diretiva, o emissor poderá captar recursos em quaisquer dos 25 países-membros apresentando apenas um prospecto e seu registro junto a um único Estado-membro.<sup>26</sup>

29. Já na “Exposição de Motivos” a Diretiva menciona que um dos seus objetivos é proteger os investidores, sempre de acordo com suas categorias e níveis de conhecimento sobre o assunto. O *disclosure* proporcionado pelo prospecto não é exigido para as ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados;<sup>27</sup> sendo que, caso tais papéis sejam oferecidos ao público posteriormente, será necessário publicar o prospecto.<sup>28</sup> Neste sentido dispõe o

25. Item 15 da “Exposição de Motivos” da Diretiva, que dispõe: “(15) The disclosure requirements of the present Directive do not prevent a Member State or a competent authority or an exchange through its rule book to impose other particular requirements in the context of admission to trading of securities on a regulated market (notably regarding corporate governance). Such requirements may not directly or indirectly restrict the drawing up, the content and the dissemination of a prospectus approved by a competent authority”.

26. HM Treasury, “UK implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC”, Consultation Paper, October/2004, in [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk).

27. “Art. 3: 1. Member States shall not allow any offer of securities to be made to the public within their territories without prior publication of a prospectus.

“2. The obligation to publish a prospectus shall not apply to the following types of offer:

“(a) an offer of securities addressed solely to qualified investors; and/or (...).”

28. “Art. 3. (...).

“However, any subsequent resale of securities which were previously the subject of one or more of the types of offer mentioned in this paragraph shall be regarded as a separate offer and the definition set out in art. 2(1)(d) shall apply for the purpose of

art. 3, ao excetuar algumas operações – dentre as quais as ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados – da obrigatoriedade de se publicar o prospecto.<sup>29</sup>

30. No art. 2(1)(e) da Diretiva encontramos a definição de “investidor qualificado”, abrangendo entidades autorizadas a atuar no mercado financeiro; governos nacionais e regionais; algumas pequenas e médias empresas que não se encaixem na descrição do parágrafo (f) do art. 2(1); pessoas físicas que cumpram os requisitos do parágrafo (2) do art. 2 e que expressamente optem por ser consideradas como investidores qualificados; algumas pequenas e médias empresas reconhecidas como investidores qualificados no país onde estão sediadas e que tenham expressamente declarado que querem ser consideradas como tais.

31. Verifica-se, assim, que a Diretiva objetivou proteger os investidores de acordo com suas categorias e níveis de conhecimento sobre o mercado, esclarecendo que o grau de informação e detalhamento exigido de cada prospecto depende da categoria de investidor à qual o instrumento financeiro é destinado.

32. Como isso, buscou-se diminuir os custos de obtenção de capital na UE, proporcionar acesso fácil ao capital e proteger os investidores, sem tirar a competência de cada Estado-membro, entidade financeira ou bolsa para baixar as normas que entenderem necessárias para regular o assunto.

33. A Diretiva ainda faculta aos países-membros autorizar que pessoas físicas e pequenas e médias empresas, atendidas determinadas condições, sejam consideradas “investidores qualificados” quando expressamente manifestarem seu desejo de

assim serem consideradas.<sup>30</sup> Se o país optar por esta regra, deverá manter um sistema de registro para tais indivíduos e empresas.<sup>31</sup>

#### IV – França

34. Na França, antes mesmo da edição da Diretiva 2003/71/EC, já se entendia haver desigualdade de condições entre os investidores comuns<sup>32</sup> e os investidores sofisticados.<sup>33</sup> Para alcançar a equidade, o Direito Francês vale-se da noção da *igualdade*, segundo a qual os iguais devem ser tratados igualmente; e os desiguais, desigualmente. É a razão pela qual, apesar das críticas, já se dava, naquele país, pouca proteção ao investidor sofisticado, que, em tese, está protegido pelos seus próprios conhecimentos e experiência (*expertise*),<sup>34</sup> e mais proteção ao investidor comum, denominado *investisseur profane*.

35. Assim, o investidor considerado “sofisticado” vem sendo excluído do regime de apelo público à poupança.<sup>35</sup> Em ou-

30. PD, art. 2(1)(e)(iv) e (v).

31. PD, art. 2(3).

32. O investidor comum é chamado no Direito Francês de *investisseur profane* – ou seja, leigo – e é definido por Thierry Bonneau e France Drummond (*Droit des Marchés Financiers*, cit., 2ª ed., p. 431) da seguinte forma: “L’investisseur profane est étudié en dernier lieu car il se définit en creux: c’est celui qui n’est ni averti, ni qualifié, ni institutionnel; c’est l’investisseur ‘de droit commun’, soumis à l’ensemble des dispositions du droit financier, et bénéficiant de la protection instaurée progressivement par le renforcement des obligations d’information mises à la charge des prestataires ou des émetteurs et l’avènement d’un certain formalisme”.

33. Encontramos três categorias de *investidor sofisticado* na França: *investisseur averti*, *investisseur qualifié* e *investisseur institutionnel*.

34. Éric Bernard e Frédéric Peltier, “Investisseur qualifié – La frontière de l’ordre public de protection en droit des marchés financiers”, *Revue du Droit Bancaire e de la Bourse* 69/156, setembro-outubro/1998.

35. Éric Bernard e Frédéric Peltier, “Investisseur qualifié – La frontière de l’ordre public de protection en droit des marchés financiers”, cit., *Revue du Droit Bancaire e de la Bourse* 69/158.

deciding whether that resale is an offer of securities to the public. The placement of securities through financial intermediaries shall be subject to the publication of a prospectus if none of the conditions (a) to (c) are met for the final placement.”

29. Thierry Bonneau e France Drummond, *Droit des Marchés Financiers*, 2ª ed., Paris, Economica, 2005, p. 429.

tras palavras, o emissor de títulos e valores mobiliários dirigidos aos investidores sofisticados pode deixar de realizar oferta pública e de prestar informações de forma detalhada.

36. Como o posicionamento do Parlamento Europeu era bem mais amplo que o do legislador francês, foi necessário adaptar a legislação nacional às regras da Comunidade Europeia.<sup>36</sup>

37. Vejamos, então, o tratamento dado internamente pela França aos investidores qualificados.

a) *A noção de “investidor informado”*  
(investisseur averti)

38. A noção de “investidor informado” (*investisseur averti*) nasceu de uma decisão da Corte de Cassação Francesa de 1991, quando foi julgado o “caso Buon”, que tratava do dever do intermediário de informar seu cliente a respeito dos riscos envolvidos nas operações a termo.<sup>37</sup> A Corte de Cassação decidiu que, “independente da relação contratual existente entre o cliente e o banco, este tem o dever de informar àquele acerca dos riscos incorridos nas operações especulativas dos mercados a termo, exceto nos casos em que o cliente os conhece”.<sup>38</sup>

39. Desde a mencionada decisão, a idéia de “investidor informado” (*investisseur averti*) vem sendo desenvolvida, sempre tendo como base o “caso Buon”,<sup>39</sup>

36. Thierry Bonneau e France Drummond, *Droit des Marchés Financiers*, cit., 2ª ed., p. 429.

37. Idem, p. 424.

38. Cass. Com., 5.11.1991, in Jean-Jacques Daigre, “L’information de l’investisseur sur les marchés spéculatifs”, *Revue du Droit Bancaire et Financier* 6/352, novembro-dezembro/2002: “quelles que soient les relations contractuelles entre un client et sa banque, celle-ci a le devoir de l’informer des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors les cas où il en a connaissance”.

39. Conhecido na França como *l’arrêt Buon* (Jean-Jacques Daigre, “L’information de l’investis-

seur sur les marchés spéculatifs”, cit., *Revue du Droit Bancaire et Financier* 6/352-354).

40. A doutrina posiciona-se no sentido de que o investidor informado é aquele que tem plena consciência dos riscos inerentes às operações nas quais é ou pretende ser parte, seja por sua experiência profissional relacionada ao assunto, ou em decorrência de sua condição de investidor do mercado a termo.<sup>40</sup> Tal investidor não poderia, portanto, reclamar de falhas na informação recebida do intermediário.<sup>42</sup>

41. O conceito de “investidor informado” (*investisseur averti*) ainda não foi acolhido pela legislação francesa. O Código Monetário e Financeiro, em especial seu art. L.533-4, dispõe sobre as regras de conduta dos intermediários sem mencionar, entretanto, o investidor informado. Apesar disso, o conceito pretoriano de “investidor informado” vem sendo aplicado.

42. Por outro lado, verifica-se que esta noção de “investidor informado” se assemelha à noção de “investidor profissional”<sup>43</sup> prevista na Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21.4.2004 a respeito dos mercados financeiros.<sup>44</sup>

43. Referida definição compreende os “clientes que tenham a experiência, o conhecimento e a competência necessários para tomar suas próprias decisões de inves-

seur sur les marchés spéculatifs”, cit., *Revue du Droit Bancaire et Financier* 6/352-354).

40. Jean-Jacques Daigre, “L’information de l’investisseur sur les marchés spéculatifs”, cit., *Revue du Droit Bancaire et Financier* 6/353.

41. Jean-Jacques Daigre, “L’information de l’investisseur sur les marchés spéculatifs”, cit., *Revue du Droit Bancaire et Financier* 6/354, e Thierry Bonneau e France Drummond, *Droit des Marchés Financiers*, cit., 2ª ed., p. 424.

42. Jean-Jacques Daigre, “L’information de l’investisseur sur les marchés spéculatifs”, cit., *Revue du Droit Bancaire et Financier* 6/354.

43. Conhecido como *investisseur professionnel* ou *professional investor*.

44. Thierry Bonneau e France Drummond, *Droit des Marchés Financiers*, cit., 2ª ed., p. 425.

timento e avaliar corretamente os riscos incorridos”.<sup>45</sup> Além disso, a Diretiva enumera critérios que devem ser obedecidos para que a pessoa seja considerada “investidor profissional”. Esta Diretiva entrou em vigor em 30.4.2004.

b) A noção de “investidor qualificado”  
(investisseur qualifié)

44. Segundo a doutrina, existem algumas categorias de investidor qualificado no Direito Francês. François Guy Trébulle<sup>46</sup> entende que são os seguintes os investidores qualificados: os *qualificados por natureza*, os *qualificados por opção* e os *qualificados por função*. Os primeiros são aqueles que lidam diretamente com investimentos, como as empresas de investimento, as instituições de crédito e afins. Os *investidores qualificados por função* são as sociedades de gestão de sociedade de investimento em renda variável (*société d'investissement à capital variable* – SICAV) e os fundos de investimento (*fonds communs de placement*), bem como os investidores qualificados por natureza que não agem por conta própria. Enfim, os *investidores qualificados por opção* são aqueles cujo conselho de administração tenha decidido pela qualificação e que tenham atendido aos demais requisitos (como sociedades comerciais que possuam determinado patrimônio, que na época da edição do decreto era de mais de 1 milhão de Francos).

45. Para Thierry Bonneau e France Drummond há somente duas categorias de investidores qualificados: os *investidores qualificados por natureza (par nature)* e os *qualificados por declaração (par déclaration)*. Para eles, os primeiros são, em ge-

45. Diretiva 2004/39/EC, Anexo II: “Professional client is a client who possesses the experience, knowledge and expertise to make its own investment decisions and properly assess the risks that it incurs. In order to be considered a professional client, the client must comply with the following criteria: (...)”.

46. François Guy Trébulle, *L'Émission de Valeurs Mobilières*, Paris, Economica, 2002, p. 85.

ral, os investidores institucionais, ou seja, os estabelecimentos profissionais de investimento. Na segunda categoria estão abrangidas as pessoas que são autorizadas a se colocar na condição de investidores qualificados por meio de declaração. Os autores entendem que a classificação do investidor como sendo qualificado se presta tão-somente a “aliviar” o peso da obrigação do emissor de prestar informações àqueles para quem serão oferecidos seus valores mobiliários. Em outras palavras, nas ofertas destinadas somente a investidores qualificados os emissores podem apresentar informações simplificadas, já que tais investidores podem obter as demais informações necessárias à decisão de investimento de outras formas e são assessorados por profissionais da área.<sup>47</sup>

46. A legislação, por sua vez, seguiu a tendência norte-americana de fazer com que as ofertas destinadas a investidores sofisticados (bem-informados) escapem às regras aplicáveis às ofertas públicas dirigidas ao público em geral (investidores anônimos, sem grande conhecimento financeiro e patrimônio reduzido), o que alivia o peso da obrigação de prestar muitas informações e, conseqüentemente, diminui os custos envolvidos.<sup>48</sup>

47. Neste contexto foi editada a Lei de 2.7.1998 (*Loi 98-546, du 2.7.1998*), que modificou o art. 6<sup>o</sup> da *Ordonnance 67-833, du 28.7.1967*, para definir “investidor qualificado” (*investisseur qualifié*) como sendo “uma pessoa jurídica que disponha da capacidade e dos meios necessários para entender os riscos inerentes às operações envolvendo instrumentos financeiros”. Também determinou que o rol de categorias abrangidas por tal dispositivo deveria ser objeto de decreto.<sup>49</sup>

48. Basicamente, o rol de instituições que eram consideradas *investidores quali-*

47. Thierry Bonneau e France Drummond, *Droit des Marchés Financiers*, cit., 2<sup>a</sup> ed., p. 427.

48. Idem, *ibidem*.

49. Decreto 98-880, de 1.10.1998.

ficados abrangia as sociedades prestadores de serviços de investimento (empresas de investimento, estabelecimentos de crédito), seguradoras, investidores institucionais (entidades de previdência etc.) e empresas com patrimônio superior a 1 milhão de Francos (art. 1<sup>o</sup>, II, 3<sup>o</sup>) cujo conselho de administração ou diretoria tivesse decidido pela qualificação (da empresa) como investidor qualificado e que tal decisão tivesse sido publicada no *BALO*.<sup>50</sup>

49. O legislador havia deixado de incluir as pessoas físicas na definição de “investidor qualificado”.

50. Em 2000 houve modificação regulatória, tendo sido o art. 6<sup>o</sup> da *Ordonnance* 67-833 revogado pela *Ordonnance* 2000-1.223, de 14.12.2000, e substituído pelo art. L411-2 do *Code Monétaire et Financier*.<sup>51</sup> Tal artigo definia os “investidores qualificados” como sendo aquelas pessoas jurídicas que dispõem da capacidade e dos meios necessários para entender os riscos inerentes às operações envolvendo instrumentos financeiros. E ainda acrescentava que a lista de investidores qualificados seria fixada por decreto. Assim, continuou em vigor o rol de investidores qualificados fixado pelo Decreto 98-880.

51. As pessoas físicas continuaram excluídas da classificação, não podendo ser classificadas como investidores qualificados.<sup>52</sup> Elas podiam, entretanto, fazer parte

do “círculo restrito de investidores” (*cercle restreint d’investisseurs*), os quais podiam adquirir valores mobiliários em ofertas privadas. Estas pessoas eram consideradas aquelas que possuíam ligações pessoais, profissionais ou familiares com algum dos administradores do emissor (art. L411-2 do *Code Monétaire et Financier*).<sup>53</sup>

52. No entanto, em julho/2005 o artigo do *Code Monétaire et Financier* que cuidava do assunto (art. 411-2) foi modificado, substituída a expressão “pessoa jurídica” por “pessoa ou entidade”,<sup>54</sup> sendo possível, portanto, a admissão de pessoas físicas dentre os investidores qualificados. No entanto, essa admissão depende de decreto que enumere, dentre os investidores qualificados, as pessoas físicas.

#### c) A noção de “investidor institucional” (investisseur institutionnel)

53. Os investidores institucionais, no Direito Francês, são aqueles que são obri-

53. François Guy Trébulle, *L’Émission de Valeurs Mobilières*, cit., p. 86. Dispõe o art. 411-2 do *Code Monétaire et Financier*: “(...). Un cercle restreint d’investisseurs est composé de personnes, autres que les investisseurs qualifiés, liées aux dirigeants de l’émetteur par des relations personnelles, à caractère professionnel ou familial. Sont réputés constituer de tels cercles ceux composés d’un nombre de personnes inférieur à un seuil fixé par décret”.

54. Dispõe o art. 411-2, II, 4<sup>o</sup>, b, do *Code Monétaire et Financier*, com a nova redação dada pela *Loi 2005-842*, de 2.7.2005:

“II – Ne constitue pas une opération par appel public à l’épargne l’émission ou la cession d’instruments financiers lorsque:

“(…)”

“4<sup>o</sup>. Nonobstant le recours au démarchage, à la publicité ou à un prestataire de services d’investissement, l’offre s’adresse exclusivement:

“(…)”

“b) A des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d’investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre.

“Un investisseur qualifié est une personne ou une entité disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers. La liste des catégories d’investisseurs reconnus comme qualifiés est fixée par décret.”

50. François Guy Trébulle, *L’Émission de Valeurs Mobilières*, cit., p. 85. *BALO* (*Bulletin des Annonces Légales Obligatoires*) é um documento que deve ser publicado periodicamente por todas as companhias que efetuam captação pública de recursos, no qual estão contidas diversas informações a respeito da companhia, como as assembleias convocadas, aumentos de capital, informações contábeis etc.

51. *Code Monétaire et Financier*, art. L 411-2:

“(…) Un investisseur qualifié est une personne morale disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers.

“(…)”

52. François Guy Trébulle, *L’Émission de Valeurs Mobilières*, cit., p. 85.

gados a aplicar uma parte ou a totalidade de seus recursos em valores mobiliários.<sup>55</sup>

54. O conceito é uma construção doutrinária que abrange parte dos investidores qualificados.<sup>56</sup> Dentre eles estão o Tesouro Nacional (*Trésor Public*), o Banco Central Francês (*Banque de France*), companhias seguradoras, fundos de investimento. Esta classificação se presta a atenuar os deveres de informação e formalidades relacionadas a serviços de investimento a eles prestados.<sup>57</sup>

#### d) Comentários

55. No sistema francês são adotados critérios objetivos e subjetivos para a distinção de investidor qualificado.

56. Em relação aos critérios subjetivos, o mais importante é o grau de sofisticação do investidor nas relações com intermediários em operações do mercado a termo. Quanto aos critérios objetivos, verificamos que se consideram tanto a natureza e/ou função exercida pela pessoa (sempre jurídica) como a declaração de investidor qualificado cumulada com o valor do patrimônio. A definição, portanto, assemelha-se à encontrada no Direito Brasileiro, já que neste também se passou a utilizar a declaração de investidor qualificado.

57. Outro detalhe em relação à legislação francesa é que, ao contrário da brasileira, não permitia, até meados de 2005, que as pessoas físicas fossem consideradas investidores qualificados. Apesar da permissão atual, ainda não há regulamentação sobre o assunto, e, por isso, ainda não pode ser posta em prática.

55. Nos documentos originais as expressões utilizadas são *instruments financiers* ou *financial instruments*. Pela definição dada pela Seção C do Anexo I da Diretiva 2004/39/EC, decidimos traduzi-las como “valores mobiliários”.

56. Thierry Bonneau e France Drummond, *Droit des Marchés Financiers*, cit., 2ª ed., p. 430.

57. Thierry Bonneau e France Drummond, *Droit des Marchés Financiers*, cit., 2ª ed., pp. 430-431.

58. Por fim, observamos que a legislação francesa não dá ênfase ao tratamento do investidor de fundos de investimento, como a legislação brasileira, ou de qualquer outra espécie de investidor. As regras, em geral, tratam das informações que devem ser fornecidas aos investidores a fim de que possam tomar decisões de investimento adequadas aos seus interesses, sempre cientes dos riscos envolvidos nas operações.

#### V – Reino Unido

59. O Reino Unido é membro da União Européia e se sujeita às regras estabelecidas pelo Parlamento Europeu, incluindo a Diretiva 2003/71/EC sobre publicação de prospectos (*Prospectus Directive*, ou apenas PD), implementada a partir de 1.7.2005, e a Diretiva 2004/39/EC, que trata dos mercados financeiros, às quais já nos referimos.

60. A legislação britânica não enfatiza o tratamento dado aos investidores de fundos de investimento, como faz o Direito Brasileiro. Isso porque, como ocorre nos países já estudados, os mercados de bolsa e de balcão são bastante desenvolvidos e, predominantemente, há aplicação direta dos investidores nos valores mobiliários.

61. Como já mencionado no estudo sobre a França, os países-membros da Comunidade Européia estão passando por um momento de transição também no que toca ao mercado financeiro e de capitais. Assim, muitas regras foram recentemente alteradas, principalmente as normas que se referem à publicação do prospecto, em razão da entrada em vigor da Diretiva 2003/71/EC, que ocorreu em 1.7.2005.

62. Atualmente são aplicadas no Reino Unido várias regras, conforme as atividades financeiras e do mercado de capitais envolvidas. O principal conceito é aplicado em relação à captação de clientes e ao convite ao investimento feito por profissionais da área.

a) O conceito de “investidor qualificado”  
na captação de clientes  
e convite ao investimento

63. O art. 21 do *Financial Services and Markets Act* de 2000, que trata, dentre outras atividades, das operações relacionadas a serviços financeiros e mercado financeiro e de capitais, prevê que um profissional de investimento não pode convidar ou incentivar um indivíduo a aderir a qualquer produto de investimento<sup>58</sup> a menos que o profissional seja autorizado a fazê-lo ou que o conteúdo do convite ou incentivo transmitido tenha sido previamente aprovado pela autoridade competente<sup>59</sup> ou, ainda, que haja alguma exceção à aplicação desta regra.<sup>60</sup>

64. Esta regulamentação tem como objetivo proteger o indivíduo comum, que não seja *expert* no assunto, das empresas e profissionais não-autorizados que promovem produtos de investimento,<sup>61</sup> bem como permitir que o investidor tenha conhecimen-

to dos riscos do investimento antes de optar por ele.<sup>62</sup> Há, inclusive, sanções penais para os que desrespeitarem esta regra<sup>63</sup> e fizerem ofertas a quem não seja considerado pessoa certificadamente detentora de grande patrimônio (*certified high net worth individuals*) ou investidor sofisticado (*sophisticated investors*).<sup>64</sup>

65. O *Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001*, em seus arts. 48 e 50, define estas categorias, ressaltando que a elas não se aplicam as restrições do art. 21 do *Financial Services and Markets Act*.

66. Estabelece o art. 48:<sup>65</sup>

“Art. 48. (1) Se os requisitos dos parágrafos (4) e (7) forem cumpridos, a restrição de divulgação de produtos financeiros não se aplica aos comunicados que:

62. HM Treasury, “Informal capital raising and high net worth and sophisticated investors”, cit., p. 9, [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk).

63. Section 25 do FSMA:

“(1) A person who contravenes Section 21(1) is guilty of an offence and liable:

“(a) On summary conviction, to imprisonment for a term not exceeding six months or a fine not exceeding the statutory maximum, or both;

“(b) On conviction on indictment, to imprisonment for a term not exceeding two years or a fine, or both.

“(...)”

64. Sem prejuízo do direito do investidor de ser indenizado (HM Treasury, “Informal capital raising and high net worth and sophisticated investors”, cit., p. 9, [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk)).

65. Tradução livre. O teor da norma no idioma original, com redação dada pelo *Statutory Instrument* 2005 n. 270, é o seguinte:

“48 (1) If the requirements of paragraph (4) and (7) are met, the financial promotion restriction does not apply to any communication which:

“(...);

“(b) Is made to an individual whom the person making the communication believes on reasonable grounds to be a certified high net worth individual; and

“(...)”

“(2) ‘Certified high net worth individual’ means any individual who has signed, within the period of 12 months ending with the day on which the communication is made, a statement complying with Part I of Schedule 5.”

58. A restrição abrange diversos meios de comunicação, como propagandas escritas, telefonemas, visitas, e-mails e páginas na Internet (HM Treasury, “Informal capital raising and high net worth and sophisticated investors”, p. 9, [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk)).

59. *The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) (FSMA 2000)*:

“21. (1) A person (‘A’) must not, in the course of business, communicate an invitation or inducement to engage in investment activity.

“(2) But Subsection (1) does not apply if:

“(a) A is an authorised person; or

“(b) The content of the communication is approved for the purposes of this Section by an authorised person.

“(...)”

“(5) The Treasury may by order specify circumstances (which may include compliance with financial promotion rules) in which Subsection (1) does not apply.

“(...)”

60. *The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001, Section 48* (comentada a seguir).

61. Bishop Fleming Chartered Accountants, “Financial Services and Markets Act common pitfalls when approaching investors”, [www.bishopfleming.co.uk](http://www.bishopfleming.co.uk).

“(…);

“b) Forem dirigidos a pessoas as quais a pessoa que faz a comunicação tenha motivos razoáveis para acreditar que sejam certificadamente detentoras de grande patrimônio;

“(…)”.

“(2) ‘Pessoa certificadamente detentora de grande patrimônio’ é aquela que tiver assinado, no período de até 12 meses antes do dia em que o comunicado for recebido, declaração nos termos da Parte I da Tabela 5.”<sup>66</sup>

67. A mesma exceção aplica-se ao chamado *sophisticated investor*,<sup>67</sup> ou “investidor sofisticado” (certificado), cujo conceito se encontra no art. 50, que dispõe:

“Art. 50. O investidor sofisticado (certificado), em relação a qualquer descrição de investimento, é a pessoa que:

“(a) Possuir certificado atualizado por escrito ou qualquer outra forma legível assinado por pessoa autorizada atestando que ele possui conhecimentos suficientes para compreender os riscos associados a tal descrição de investimento; e

“(b) Tiver assinado, no período de até 12 meses antes do dia em que a comunicação é feita, declaração afirmando o seguinte:

“‘Declaro que estou apto a receber promoções de investimento dispensadas das

66. Na Parte I da Tabela 5 (*Schedule 5*) estão previstos os termos da declaração que deverá ser assinada pelo indivíduo para que possa ser considerado “pessoa certificadamente detentora de grande patrimônio”.

67. Art. 50, parágrafo (2), do FSMA (*Financial Promotion*) Order 2001:

“(…)”.

“(2) If the requirements of paragraph (3) are met, the financial promotion restriction does not apply to any communication which:

“(a) Is made to a certified sophisticated investor;

“(b) Does not invite or induce the recipient to engage in investment activity with the person who has signed the certificate referred to in paragraph (1)(a); and

“(c) Relates only to a description of investment in respect of which that investor is certified.”

restrições de promoções financeiras do art. 21 do *Financial Services and Markets Act* 2000. Esta dispensa está relacionada ao certificado de investidor sofisticado e eu declaro que sou qualificado como tal em relação aos seguintes investimentos: [enumerá-los]. Estou ciente de que o conteúdo de propaganda e outros materiais que receberei poderá não ter sido aprovado por pessoa autorizada e que, portanto, seu conteúdo pode não estar sujeito ao controle a que estaria no caso de ter sido feito ou aprovado por pessoa autorizada. Estou ciente de que me cabe procurar aconselhamento de pessoa autorizada pela lei e que seja especialista em aconselhamento referente àquelas espécies de investimento’.”<sup>68</sup>

68. Foi criada, recentemente, uma nova figura, o *investidor sofisticado certificado por si mesmo*,<sup>69</sup> que, como ocorre com os demais tipos de investidores aqui

68. Tradução livre. O teor da norma no idioma original é o seguinte:

“51. (1) ‘Certified sophisticated investor’, in relation to any description of investment, means a person:

“(a) Who has a current certificate in writing or other legible form signed by an authorised person to the effect that he is sufficiently knowledgeable to understand the risks associated with that description of investment; and

“(b) Who has signed, within the period of 12 months ending with the day on which the communication is made, a statement in the following terms:

“‘I make this statement so that I am able to receive promotions which are exempt from the restrictions on financial promotion in the Financial Services and Markets Act 2000. The exemption relates to certified sophisticated investors and I declare that I qualify as such in relation to investments of the following kind: [list them]. I accept that the contents of promotions and other material that I receive may not have been approved by an authorised person and that their content may not therefore be subject to controls which would apply if the promotion were made or approved by an authorised person. I am aware that it is open to me to seek advice from someone who specialises in advising on this kind of investment’.”

69. *Self-certified sophisticated investor* – art. 50-A do FSMA (*Financial Promotion*) Order 2001, inserido pelo *Statutory Instrument* 270, de 2005.

descritos, será considerado como tal se tiver assinado declaração, na forma da lei,<sup>70</sup> no período de 12 meses que antecede o dia em que o comunicado foi recebido.

69. Além de proteger o investidor comum, estas regras destinadas à publicidade de produtos de investimento permitem às companhias cujos papéis não sejam registrados em bolsa o acesso ao mercado de capitais para se financiar.<sup>71</sup> O que pretende a regulação é que os investidores sofisticados apliquem seus recursos nos papéis emitidos por tais companhias sem que estas tenham que suportar os relevantes custos inerentes ao apelo ao público em geral.

70. As regras para ofertas de papéis registrados em bolsa (*listed securities*) que se aplicam a investidores qualificados são idênticas a estas.<sup>72</sup>

#### b) Comentários

71. Para a caracterização do *investidor qualificado* a legislação britânica valia-se de certificações e declarações (como no caso do *certified high net worth individual* e do *sophisticated investor*), bem como das funções exercidas pela pessoa (*qualifying person*), critério também utilizado no Direito Brasileiro (art. 109, IV, da Instrução CVM-409/2004).

72. O tratamento britânico ao investidor qualificado diferia do tratamento dado pela Comunidade Européia, expresso na Diretiva 2003/71/EC para a publicação de prospecto.<sup>73</sup> Por isso, o Reino Unido teve que se adaptar às novas regras até 1.7.2005, data da implementação da Diretiva por todos os países-membros.

70. Os termos da declaração estão previstos na Parte II da Tabela 5 do mesmo diploma legal.

71. HM Treasury, "Informal capital raising and high net worth and sophisticated investors", cit., p. 9, [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk).

72. *Schedule 11A das POS Regulations*.

73. V., acima, sobre as pessoas consideradas "investidores qualificados" para fins da Diretiva 2003/71/EC.

73. O país preparou-se para tanto, tendo, inclusive, realizado audiências públicas.<sup>74</sup> Uma das consultas públicas teve por objeto a possibilidade de ser instituído um regime especial para os investidores qualificados, permitindo, assim, que houvesse regras especiais para ofertas públicas direcionadas a pessoas que até então estavam abrangidas pela regra geral britânica de proteção do investidor.

74. O novo sistema beneficia o pequeno emissor que busca capital<sup>75</sup> e que não pode arcar com os custos de registro de emissão e elaboração de prospecto.

#### VI – Itália

75. No sistema italiano a distinção entre investidores não-qualificados (*operatori non-qualificati*) e investidores qualificados (*operatori qualificati*) é dada visando a garantir aos primeiros proteção especial. Entende-se que os investidores não-qualificados devem efetuar negociações tão-somente no mercado regulamentado (*mercato regolamentato*), enquanto os investidores qualificados podem também negociar fora do mercado regulamentado (*fuori del mercato regolamentato*).<sup>76</sup>

76. Isto não quer dizer, no entanto, que os investidores qualificados estejam totalmente desprotegidos, mas somente que estão sujeitos a maiores riscos, já que podem envolver-se em operações cujas regras são mais flexíveis, uma vez que são estabelecidas com maior liberdade pelo próprio fundo ou pela entidade emissora, conforme o caso, e não impostas pelo órgão regulador.

74. HM Treasury, "UK implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC", cit., [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk), e Financial Services Authority, "The listing review and implementation of the Prospectus Directive", outubro/2004, [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk).

75. HM Treasury, "UK implementation of the Prospectus Directive 2003/71/EC", cit., p. 25, [www.hm-treasury.gov.uk](http://www.hm-treasury.gov.uk).

76. [www.microsoft.com/Italy/pmi/finanza/speciali/intermediari/articolo2.mspr](http://www.microsoft.com/Italy/pmi/finanza/speciali/intermediari/articolo2.mspr).

77. À semelhança do que ocorre na França, em Portugal e em outros países da UE, na Itália a proteção é conferida de acordo com o grau de conhecimento técnico do investidor. Aqueles que possuem menor conhecimento técnico merecem maior proteção. Aqueles que atuam empresarial ou profissionalmente têm direito a proteção menor.

78. A Itália conta, desde 1974, com um órgão especializado, cuja atividade é voltada à tutela dos investidores, à eficiência, transparência e desenvolvimento do mercado mobiliário interno. Este órgão é a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (CONSOB), constituída pela Lei 216, de 7.6.1974, com autoridade administrativa independente, dotada de personalidade jurídica e plena autonomia,<sup>77</sup> e que corresponde à nossa CVM.

79. À CONSOB cabe, entre outras atribuições, regulamentar a prestação de serviços na área de investimentos e a oferta de valores mobiliários ao público, sendo que uma das definições de “investidor qualificado” no sistema italiano é dada por ela.

80. A regulamentação do assunto decorre da Deliberação CONSOB-11.522, de 1.7.1998 (Regulamento CONSOB),<sup>78</sup> que trata dos intermediários, e do Decreto 228, assinado pelo Ministério do Tesouro e da Fazenda e da Programação Econômica em 24.5.1999 (conhecido como “Regulamento MT”), que trata dos fundos comuns de investimento.<sup>79</sup> Ambas as normas regu-

lamentam o Decreto Legislativo 58, de 24.2.1998, que trata da intermediação financeira,<sup>80</sup> mas em âmbitos diversos.

a) A noção de “operador qualificado”  
(operatore qualificato)

81. O primeiro tipo de investidor a ser estudado é o “operador qualificado” (*operatore qualificato*), regido pelo Regulamento CONSOB, que estabelece, na primeira parte do art. 31, que determinadas exigências não se aplicam à relação entre os intermediários e o operador qualificado (*operatore qualificato*). Não se aplicam, por exemplo, as obrigações de o intermediário (i) abster-se de operar em conflito de interesses, (ii) prestar uma série de informações, (iii) celebrar contrato escrito com o investidor, (iv) buscar as melhores condições de mercado e (v) fornecer relatórios periódicos. Daí, verifica-se que o operador qualificado (*operatore qualificato*) não tem a mesma proteção legal conferida aos investidores comuns, como se vê do disposto no art. 31:

“Art. 31. (Relação entre intermediários e especiais categorias de investidores)

“1. (...).

“2. Por operadores qualificados [*operatori qualificati*] se entendem os intermediários autorizados, as sociedades gestoras de investimentos, as sociedades de investimento a capital variável (SICAV), os fundos de pensão, as companhias seguradoras, os estrangeiros que desenvolvem – de acordo com a normativa vigente no Estado de origem – atividades desenvolvidas pelos sujeitos acima mencionados, as sociedades e as entidades emissoras de valores negociados no mercado regulamentado, as sociedades referidas nos arts. 106, 107 e 113 do Decreto Legislativo n. 385, de 1<sup>a</sup> setem-

77. [http://www.consob.it/main/consob/cosa\\_fa/index.html](http://www.consob.it/main/consob/cosa_fa/index.html).

78. A Deliberação CONSOB-11.522, de 1.7.1998, pode ser encontrada em [www.consob.it/main/documenti/regolamentazione/normativa/reg11522.htm#31](http://www.consob.it/main/documenti/regolamentazione/normativa/reg11522.htm#31).

79. A definição de “fundo comum de investimento” é trazida pelo Decreto Legislativo 58, de 24.2.1998 (Texto Único), em seu art. 1<sup>o</sup>, item 1, letra “j”, como segue: “j) ‘fondo comune di investimento’: il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte” (traduzindo livremente o dispositivo: “j) ‘fundo comum de investimento’: o patrimônio autônomo, dividido em cotas, que pertence a uma comunidade de participantes, gerido como uma unidade”).

80. O Decreto Legislativo 58, de 24.2.1998, é definido como “Texto Único”.

bro de 1993,<sup>81</sup> os promotores de negócios financeiros, as pessoas físicas que comprovem a posse dos requisitos profissionais estabelecidos no Texto Único<sup>82</sup> para os sujeitos que desenvolvem funções de administração, direção e controle em sociedades de intermediação mobiliária, as fundações bancárias e, ainda, cada sociedade ou pessoa jurídica que possua uma específica competência e experiência em matéria de operação financeira expressamente declarada por escrito pelo seu representante legal”.<sup>83</sup>

b) *A noção de “investidor qualificado”*  
(investitore qualificato)

82. O segundo tipo de investidor que nos interessa é o “investidor qualificado” (*investitore qualificato*), cuja definição é dada pelo art. 1º do Regulamento MT,<sup>84</sup>

81. O Decreto Legislativo 385, de 1.9.1993, pode ser encontrado em [www.teocollector.com/titolo5.htm](http://www.teocollector.com/titolo5.htm).

82. Decreto Legislativo 58, de 24.2.1998.

83. Tradução livre. O teor da norma no idioma original é o seguinte:

“Art. 31. (**Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori**)

“1. (...)”

“2. Per operatori qualificati si intendono intermediari autorizzati, le società di gestione di risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli art. 106, 107 e 113 del Decreto Legislativo 1º settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza e esperienza in materia di operazione in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.”

84. O Decreto 228, editado pelo Ministério do Tesouro e da Fazenda e da Programação Econômica em 24.5.1999, pode ser encontrado em [www.dt.tesoro.it/aree-docum/regolament/intermedia/compendio-/z/11—DM228.pdf](http://www.dt.tesoro.it/aree-docum/regolament/intermedia/compendio-/z/11—DM228.pdf).

que, por sua vez, regulamenta o art. 37 do Decreto Legislativo 58, de 24.2.1998 (Texto Único) dispositivo, esse, relacionado aos critérios gerais aplicáveis aos fundos comuns de investimento, conforme já mencionado.

83. Dispõe o art. 1º do Regulamento MT sobre a definição de “investidor qualificado”:

“Art. 1. (**Definições**)

“No presente Regulamento se entendem por:

“a) (...);

“(…);

“h) Investidores qualificados, [*investitori qualificati*] as seguintes categorias de pessoas:

“h-bis) ‘Grupo relevante’ – o grupo como definido pelo art. 11, parágrafo 1, letra a) do Texto Único,<sup>85</sup>

– as empresas de investimento, os bancos, os agentes de câmbio, as sociedades gestoras de investimentos (SGR), as sociedades de investimento a capital variável (SICAV), os fundos de pensão, as em-

85. “Art. 11. (**Composizione del gruppo**) 1. La Banca d'Italia, sentita la CONSOB: a) determina la nozione di ‘gruppo rilevante’ ai fini della verifica dei requisiti previsti dagli art. 19, comma 1, lettera h), e 34, comma 1, lettera f); (...)”; “Art. 19. (**Autorizzazione**) 1. La CONSOB, sentita la Banca d'Italia, autorizza l'esercizio dei servizi di investimento da parte delle SIM quando ricorrono le seguenti condizioni: (...) h) la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell'art. 15, comma 5. (...)”; “Art. 34. (**Autorizzazione della società di gestione del risparmio**) 1. La Banca d'Italia, sentita la CONSOB, autorizza il servizio di gestione collettiva del risparmio e del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento da parte delle società di gestione del risparmio quando ricorrono le seguenti condizioni: (...) f) la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa e siano fornite almeno le informazioni richieste ai sensi dell'articolo 15, comma 5; (...)” ([www.filodiritto.com/diritto/privato/commercialeindustriale/testounicointermedia-ri2.htm#1](http://www.filodiritto.com/diritto/privato/commercialeindustriale/testounicointermedia-ri2.htm#1)).

presas seguradoras, as sociedades financeiras líderes de grupos bancários e os sujeitos referidos nos arts. 106, 107 e 113 do Texto Único Bancário; [Decreto Legislativo 385, de 1.9.1993]<sup>86</sup>

“– pessoas estrangeiras que desenvolvem – de acordo com a normativa vigente no país de origem – as mesmas atividades desenvolvidas pelas pessoas referidos na alínea anterior;

“– as fundações bancárias;

“– as pessoas físicas ou jurídicas e outras entidades que possuam específica competência e experiência em operações financeiras expressamente declarada por escrito pela própria pessoa ou pelo representante legal da pessoa jurídica ou da entidade.”<sup>87</sup>

84. Apenas os investidores qualificados, conforme acima definido, podem participar dos fundos reservados de que trata o art. 15 do Regulamento MT. Referido dispositivo estabelece que as sociedades gestoras de investimento podem constituir

86. Artigos transcritos anteriormente.

87. Tradução livre. O teor da norma no idioma original é o seguinte:

“Art. 1. (Definizioni)

“1. Nel presente Regolamento s'intendono per:

“a) (...);

“h) ‘investitori qualificati’, le seguenti categorie di soggetti:

“h-bis) ‘gruppo rilevante’ – il gruppo come definito ai sensi dell’art. 11, comma 1, lettera a), del Testo Unico;

“– le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione di risparmio, le società di investimento a capitale variabile (SICAV), i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli art. 106, 107 e 113 del Testo Unico Bancario;

“– i soggetti esteri autorizzati a svolgere, n forza della normativa in vigore nel proprio paese di origine, le medesime attività svolte dai oggetti di cui al precedente alinea;

“– le fondazioni bancarie;

“– le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona o dell’ ente” (fonte: [www.dt.tesoro.it/aree-docum/regolamenti/intermedia/compendio-fz/11-DM228.pdf](http://www.dt.tesoro.it/aree-docum/regolamenti/intermedia/compendio-fz/11-DM228.pdf)).

fundos abertos e fechados cuja participação seja reservada aos investidores qualificados. Esses fundos podem fixar, em seu regulamento, limites de investimento diversos dos estabelecidos pelas regras emanadas pela *Banca d'Italia*, que funciona como Banco Central.

85. Há de se observar, ainda, que, enquanto o Regulamento CONSOB fixa tratamento especial (com menor proteção) para a relação entre o investidor qualificado e o intermediário, o Regulamento MT estabelece que os fundos de investimento destinados ao investidor qualificado têm prerrogativas (que outorgam menor proteção ao investidor) que os fundos destinados ao investidor comum não possuem.

### c) Comentários

86. Verificamos que o sistema italiano, como os demais sistemas estudados e conforme orientação da UE, busca conferir ao investidor comum maior proteção, e proteção menor ao investidor com competência, experiência e conhecimento para negociar no mercado (ou seja, maior risco).

87. O termo “investidor qualificado” é usado, no sistema italiano, no âmbito dos fundos de investimento e do mercado financeiro em geral (para estabelecer um relacionamento diferenciado com os intermediários).

88. Importante ressaltar, por fim, que a regulamentação italiana, da mesma forma que a brasileira, fixa listas de pessoas que são consideradas investidores qualificados (tanto para os *operatori qualificati* como para os *investitori qualificati*), dentre as quais estão as pessoas físicas ou jurídicas que declaram expressamente e por escrito sua especial competência e experiência na matéria.

## VII – Conclusões

89. A partir do estudo da regulação que fizemos de quatro países estrangeiros, além

da União Européia, concluímos que o objetivo da diferenciação entre *investidores qualificados* e *investidores comuns* visa a garantir maior proteção aos últimos.

90. Em todos os sistemas analisados observamos que o investidor qualificado, em razão de sua capacidade técnica e econômica real ou presumida para melhor avaliar os riscos das operações das quais participa ou pretende participar, não necessita de maior proteção regulatória. Em tais países há sempre regras mais rígidas dirigidas às companhias emissoras de valores mobiliários e aos intermediários quando lidam com o investidor comum, considerado carente de maior proteção a ser dada pelo Estado, em razão da sua vulnerabilidade (em geral, ele tem menos condições técnicas e econômicas de avaliar os riscos a que está sujeito).

91. Verificamos, também, que há critérios diversos de tratamento da matéria, dependendo, em alguns casos, das atividades em questão e do nível de desenvolvimento do mercado de capitais nos diversos países.

92. Nos Estados Unidos, por exemplo, há várias definições para o “investidor qualificado”, dependendo da operação em que ele está envolvido ou pretende se envolver. Outros países adotam critérios subjetivos, como a experiência do investidor no mercado financeiro e de capitais – é o caso do *investisseur averti* na França. Algumas legislações adotam critérios objetivos, como a renda ou o montante de investimentos financeiros que o investidor possui – como ocorre com o *accredited investor* no âmbito do *Securities Act* de 1933, nos Estados Unidos. Há, ainda, sistemas que adotam a declaração de que o investidor é qualificado como requisito para tanto, como é, por exemplo, o caso do Reino Unido para o *certified high net worth individual*, para o *sophisticated investor* e o *self-certified sophisticated investor*.

93. Assim como no Brasil, nos países estudados os investidores comuns são mais

protegidos, havendo determinadas operações que, em razão dos riscos envolvidos, não podem ter a participação de investidores comuns. Por exemplo, em alguns países os investidores comuns não podem adquirir valores mobiliários em ofertas privadas, mas apenas em ofertas registradas perante as autoridades reguladoras, por ser, nestas últimas, maior o nível de informação exigido, havendo obrigatoriedade de apresentação de prospecto para a distribuição a investidores que não sejam considerados qualificados.

94. As semelhanças entre os países e também com o Brasil no que toca à distinção entre *investidores qualificados* e *investidores comuns* também se relacionam aos emissores. Quando envolvem investidores qualificados, alguns procedimentos podem ser simplificados, como é o caso de dispensa de registro de oferta de valores mobiliários ou de possibilidade de se fazer oferta privada, implicando a redução dos custos de oferta e distribuição e estimulando, principalmente, pequenas e médias empresas a buscarem capital no mercado de capitais.

95. Verifica-se, aliás, que em certos países as pequenas e médias empresas, que não conseguiriam acessar o mercado de capitais em razão do pequeno volume e dos custos de captação, vêm se beneficiando substancialmente da flexibilização do tratamento dispensado aos investidores qualificados. Como, em alguns casos, há dispensa de elaboração de prospecto ou da exigência de oferta pública, o acesso ao mercado de capitais pelas pequenas e médias empresas fica mais fácil e menos oneroso.

96. Os grandes emissores, por outro lado, também se beneficiam de tais prerrogativas, desenvolvendo cada vez mais o mercado de capitais.

97. As diferenças que encontramos no Direito Comparado explicam-se em grande parte por razões econômicas e, em particular, pelo grau de desenvolvimento dos respectivos mercados de capitais, e têm como consequência a atuação mais efetiva

dos investidores e o maior conhecimento das operações por eles.

98. O conceito de “investidor qualificado” varia, pois, no tempo e no espaço. Não é o mesmo em países nos quais o mercado de capitais atingiu sua plena maturidade e naqueles em que ainda está em fase de desenvolvimento. A própria sofisticação crescente das operações, ligada, em parte, à globalização, tem repercussões na proteção que deve ser dada ao investidor. O estudo do Direito Comparado revela que outros sistemas jurídicos chegam a reconhe-

cer diversas classes de investidores qualificados, dependendo a sua caracterização do tipo de operação da qual participam e do seu grau de complexidade.

99. Tal estudo também nos permite concluir que os critérios estabelecidos pela legislação brasileira se identificam com alguns dos parâmetros das legislações estrangeiras, não havendo grandes divergências entre elas. Todas têm suas particularidades, mas sempre há algum ponto comum, algum critério que pode ser partilhado entre as diversas legislações.