

Atualidades

IMPACTOS DA LEGISLAÇÃO BRASILEIRA NOS AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS (ADRs)

PEDRO DARAHEM MAFUD

1. Introdução. 2. Histórico e definição. 3. Os quatro níveis de listagem de ADRs: 3.1 Nível I – 3.2 Nível II – 3.3 Nível III – 3.4 Regra 144A. 4. Racionalidade econômica da dupla listagem: 4.1 Racionalidade para a companhia – 4.2 Racionalidade para o investidor. 5. Direitos dos titulares de ações e de ADRs: 5.1 Direitos dos titulares de ações – 5.2 Direitos dos titulares de ADRs – 5.3 “*Caso Vivo*”. 6. Conclusões.

1. Introdução

O amadurecimento do mercado de capitais e a internacionalização da economia brasileira propiciaram que os agentes econômicos passassem a cada vez mais lançar mão de sofisticados instrumentos financeiros antes desconhecidos. Dentre esses instrumentos destacou-se o lançamento de *American Depositary Receipts/ADRs*, ou certificados de depósito de ações emitidos por instituições financeiras norte-americanas e lastreados em ações de companhias brasileiras.

Segundo dados da Comissão de Valores Mobiliários/CVM,¹ existiam no Brasil, em janeiro/2010, 91 empresas com programas de ADRs abertos (dentro de um total de 108 programas), com valor total de mercado de R\$ 285,4 bilhões, e que representavam 12,4 % do valor de capitalização das companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros BM&F Bovespa S/A/BM&F Bovespa.

São inúmeros os motivos para o quadro atual de ascensão das emissões de

ADRs por companhias brasileiras, destacando-se entre eles o bom momento vivido pela economia nacional nos últimos anos, o fortalecimento institucional do País e a internacionalização da economia e das empresas brasileiras.²

O primeiro objetivo deste artigo consiste em elucidar uma situação fática: a falta de entendimento, por parte dos operadores (advogados) e aplicadores do Direito (autoridades administrativas e, em última instância, juízes), com relação a esse pragmático e engenhoso mecanismo financeiro. Nesse sentido, buscaremos analisar a mecânica do instituto, sua *ratio* e as bases legislativas e regulamentares norte-americanas e brasileiras que viabilizam a emissão desses papéis.

O segundo objetivo, a partir da contextualização acima proposta, é analisar se existe algum tipo de influência do arca-

2. Nem a tributação das emissões de novos ADRs, imposta em 18.11.2009 – como correção à assimetria criada entre os mercados local e americano após o advento da tributação dos investimentos estrangeiros diretos no mercado de capitais brasileiro – parece arrefecer esse quadro de perspectivas de crescimento.

1. http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/base_financeira/Secao_6_ADRS.pdf.

bouço legal societário brasileiro (sobretudo os direitos inerentes aos minoritários) sobre os ADRs, que são regidos pelas leis dos Estados Unidos da América e sempre definidos pela doutrina como “espelhos das ações”. Para tanto, valer-nos-emos de um caso prático recente: a reestruturação societária da Vivo Participações S/A, que buscou consolidar nessa companhia todas as participações não-controladoras de suas controladas Telemig Celular S/A e Telemig Celular Participações S/A.³

Em busca de segurança jurídica e previsibilidade⁴ para os investidores, os especuladores e as empresas, pretende-se, com este artigo, contribuir para a elucidação de pontos relevantes da matéria. É papel do Direito aproximar-se da realidade dos mercados e adiantar situações e possibilidades. Afinal, é inegável o caráter dinâmico e empírico do direito empresarial.⁵

2. Histórico e definição

A história dos ADRs remonta ao ano de 1927, quando o banqueiro norte-americano J. P. Morgan, interessado em viabilizar o investimento de seus clientes locais na rede de varejo inglesa *Sefridge's*, deparou-se com dificuldades jurídicas, tais como a então existente restrição à participação de estrangeiros no capital de empresas britânicas e a não-sujeição do negócio ao Direito Americano – o que, por si só, desencorajava os investidores locais.

Diante desse quadro, o banqueiro vislumbrou a criação dos ADRs, mecanismo pelo qual um banco inglês manteria as ações da companhia inglesa em custódia

ao mesmo tempo em que o banco de Morgan emitiria títulos-“espelho” dessas ações, ofertados aos investidores nos Estados Unidos e exigíveis nos termos e condições do Direito Estadunidense.⁶

Nesse sentido, os ADRs são certificados negociáveis nos Estados Unidos, emitidos por instituições financeiras americanas e lastreados em ações estrangeiras de propriedade dessa mesma instituição, as quais configuram-se, simultaneamente, como correspondentes e como condição necessária para a existência desses valores mobiliários em circulação nos Estados Unidos.

Por esse mecanismo, a instituição financeira americana depositária, proprietária das ações estrangeiras, também é responsável pela emissão e colocação no mercado dos ADRs representativos de tais ações subjacentes.

Nesse sentido, a instituição depositária americana faz a interface com o custodiante e a companhia estrangeira, sendo também responsável pelo contato com os investidores locais. Assim, o depositário é o principal viabilizador dos ADRs, na medida em que representa os investidores americanos e faz valer os seus direitos.

“O *American Depositary Receipt*, ou ADR, como é resumidamente denominado, e que foi concebido nos Estados Unidos da América, é um certificado emitido por um banco americano, e corresponde a um determinado número de ações de uma empresa estrangeira, mantidas na titularidade desse banco. Com isso, os tomadores dos papéis não necessitam se relacionar com a emissora das ações, que se encontra em um País estrangeiro e distante, mas com um banqueiro americano, que exerce, no interesse dos investidores, os direitos de acionista, como tal votando nas Assembléias, subscrevendo ações novas, recolhendo bonificações e recebendo os dividendos que,

3. http://vivo.mediatgroup.com.br/port/download/sec/VIVO_F420_Jul_2009.pdf.

4. Paula A. Forgioni, “A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil Brasileiro”, *RDM* 130/7-38, São Paulo, Malheiros Editores, abril-junho/2003.

5. Cesare Vivante, “‘Introdução’ – *Trattato de Diritto Commerciale*”, trad. de Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, *RDM* 102/134-138, São Paulo, Ed. RT, abril/1996.

6. Sobre o histórico, v. Fábio Ulhoa Coelho, *Curso de Direito Comercial*, 2ª vol., São Paulo, Saraiva, 2003, pp. 153-155.

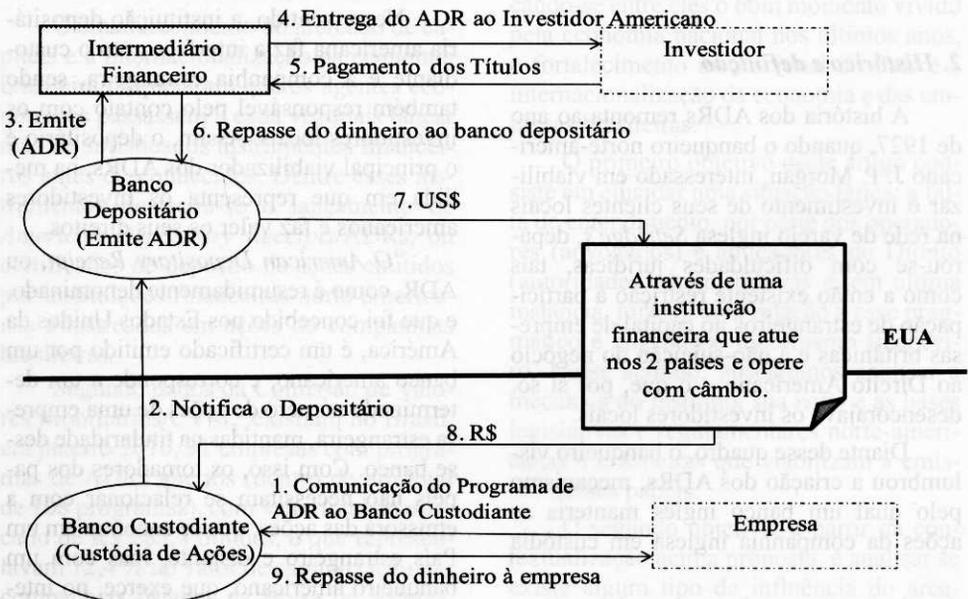
fechado o câmbio, já seriam entregues aos titulares dos ADRs na moeda local.⁷⁷

Na ponta estrangeira do mecanismo, além da companhia emissora das ações que embasam os ADRs (*underlying assets* ou ativos subjacentes), existe também uma instituição financeira custodiante das ações. Esta instituição é responsável pela guarda efetiva desses valores mobiliários em seu país de origem de emissão, por conta e ordem da instituição financeira depositária americana.

“O banco custodiante é um simples depositário das ações em custódia e, ao mesmo tempo, um mandatário do banco emissor dos ADRs, que é o titular das ações, para o fim de exercer todos os direitos relativos à condição de acionista. Trata-se de um mero prestador de serviços.”⁷⁸

Os ADRs podem ser negociados em Bolsa de Valores ou em mercado de balcão organizado, dependendo do tipo de programa escolhido pela companhia emissora – o que detalhamos na seção seguinte. Já, a oferta dos ADRs pode ser feita por meio de colocações privadas (*private placements*) ou públicas, dependendo do tipo de mercado (investidores institucionais qualificados ou investidores de varejo) que se deseja atingir.

Os ADRs podem ser ofertados por meio de emissões primárias (ou seja, com efetivo aumento de capital para a companhia emissora) ou secundárias (sem aumento do capital social da emissora). Esquemáticamente, valendo-se da didática de Iran Siqueira Lima e Andrea Fernandes Andrezo,⁹ temos, para emissões primárias:

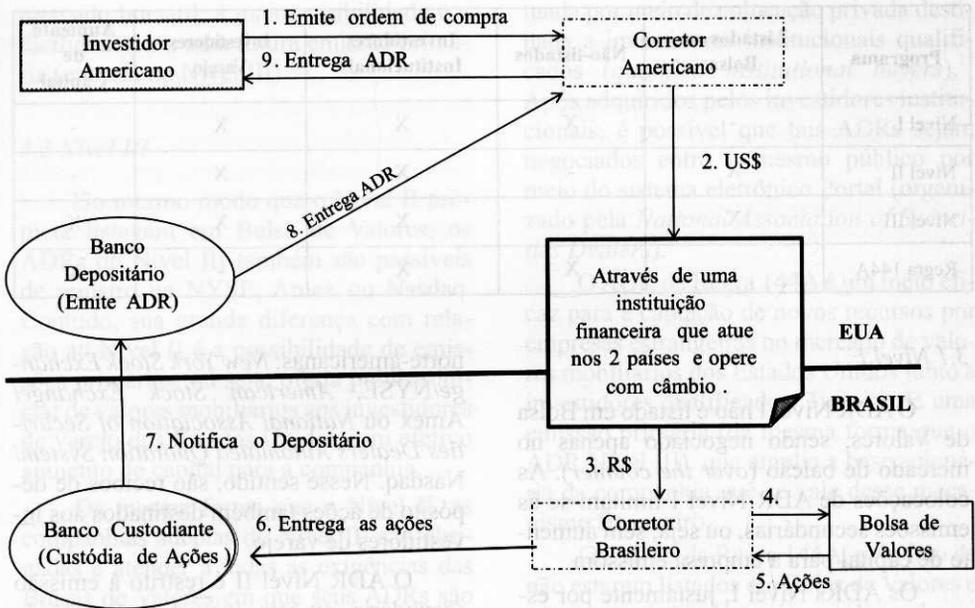


7. Cf. José Edwaldo Tavares Borba, *Direito Societário*, 10ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2007, p. 179.

8. Cf. José Edwaldo Tavares Borba, “*American Depositary Receipt (ADR)*”, in *Temas de Direito Comercial*, Rio de Janeiro, Renovar, 2007, p. 329.

Ainda, para emissões secundárias:

9. Andrea Fernandes Andrezo e Iran Siqueira Lima, *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*, São Paulo, Thomson Learning, 1999.



Os ADRs são ditos *patrocinados* quando existe participação e anuência da companhia estrangeira emissora das ações-lastro, ou *não-patrocinados* quando a operacionalização dos ADRs é feita tão-somente no âmbito da instituição financeira depositária e à margem da companhia estrangeira.¹⁰

No Brasil o arcabouço legislativo que permite as emissões de ADRs pelas companhias nacionais são as resoluções do Conselho Monetário Nacional/CMN 1.289/1987

10. No Brasil, os programas de ADR não-patrocinados foram alvo de recente polêmica. Em outubro/2008 a SEC autorizou a dispensa automática de registro para a emissão de ADRs não-patrocinados Nível 1 (balcão), desde que a empresa estrangeira tivesse pelo menos 55% do volume negociado com suas ações fora dos Estados Unidos e divulgasse informações financeiras em Inglês, flexibilizando, assim, as regras então vigentes. A reação do mercado brasileiro foi muito negativa, e a CVM (que autoriza os programas) posicionou-se no sentido da necessidade de anuência prévia das companhias-alvo – o que, na prática, arrefeceu o lançamento de ADRs não-patrocinados sem a anuência das companhias brasileiras.

e 1.927/1992, bem como a Instrução CVM-317/2000, conforme alterada pelas Instruções CVM-334/2000 e 342/2000.

3. Os quatro níveis de listagem de ADRs

Há quatro formas básicas de colocação de ADRs nos Estados Unidos da América. Cada um dos programas tem diferentes requisitos de registro, divulgação de demonstrações financeiras, público-alvo (investidores de varejo ou investidores institucionais) e canais de negociação (Bolsa de Valores, mercado de balcão ou colocação privada) – o que dá liberdade aos agentes econômicos para escolherem o programa que mais se ajuste a suas necessidades e expectativas.

Apresentamos abaixo tabela que resume os quatro tipos de programas e suas particularidades:¹¹

11. Extraído da p. 9 do material informativo do JP Morgan (*Depositary Receipt Reference Guide*) (disponível em <http://www.adr.com/Common/>)

Programa	Listados em Bolsa	Não-listados	Investidores Institucionais	Investidores Varejo	Aumento de Capital
Nível I	-	X	X	X	-
Nível II	X	-	X	X	-
Nível III	X	-	X	X	X
Regra 144A	-	X	X	-	X

3.1 Nível I

O ADR Nível I não é listado em Bolsa de Valores, sendo negociado apenas no mercado de balcão (*over the counter*). As colocações de ADR Nível I limitam-se às emissões secundárias, ou seja, sem aumento de capital para a empresa emissora.

Os ADRs Nível I, justamente por estarem restritos ao mercado de balcão, não exigem que a companhia estrangeira, emissora das ações lastro, ajuste suas demonstrações financeiras às normas dos Estados Unidos. Contudo, é necessário que o programa de emissão de ADR seja registrado na *Securities and Exchange Commission/SEC* – o órgão regulador do mercado de capitais americano –, já que atinge também investidores de varejo.

As principais vantagens de emissão do ADR Nível I podem ser resumidas nos seguintes pontos: divulgação e exposição do nome da companhia, facilidade de implementação e simplicidade de documentos exigidos pela SEC.¹²

3.2 Nível II

Os programas de ADR Nível II são listados nas seguintes Bolsas de Valores

norte-americanas: *New York Stock Exchange/NYSE*, *American Stock Exchange/Amex* ou *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System/Nasdaq*. Nesse sentido, são recibos de depósito de ações também destinados aos investidores de varejo.

O ADR Nível II é restrito à emissão secundária, ou seja, inexistente expansão do capital da companhia emissora. Ainda que a companhia não tenha novos recursos originados para o financiamento de seus projetos, ela estará adstrita às taxas e regras da Bolsa em que estiver registrada e, sobretudo, da SEC.¹³

Dentre as obrigações da companhia emissora, entendemos que as regras de *disclosure* de informações, nos termos do Formulário 20-F,¹⁴ são as mais relevantes para a tomada de decisão dos administradores em possuírem, ou não, seus valores mobiliários na NYSE, Amex ou Nasdaq, grandes vitrinas do capitalismo mundial – o que, por si só, aumenta a visibilidade da companhia e a base acionária.

Listam-se como vantagens dos ADRs Nível II a maior atração do público investidor (posto que listados em Bolsa de Valores e sujeitos a regras da SEC), a maior liquidez e negociabilidade propiciadas pelo

[Down loadcontent.aspx?filename=DR_Reference_Guide.pdf](#)

12. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Celina Yumiko Ozawa e André Moura Cintra Goulart, “*Underwriting, ações, ADR e BDR*”, in Iran Siqueira Lima (coord.), *Curso de Mercado Financeiro: Tópicos Especiais*, São Paulo, Atlas, 2006, pp. 85-86.

13. *Securities Exchange Act of 1934*.

14. As demonstrações financeiras da companhia emissora, inclusive, deverão ser conciliadas para as regras dos Estados Unidos (*United States General Accepted Accounting Principles/US GAAP*).

mercado bursátil, a maior visibilidade e a facilidade para uma futura emissão primária (entrada no Nível III).¹⁵

3.3 Nível III

Do mesmo modo que o Nível II propicia listagem em Bolsa de Valores, os ADRs do Nível III também são passíveis de registro na NYSE, Amex ou Nasdaq. Contudo, sua grande diferença com relação ao Nível II é a possibilidade de emissões primárias, ou seja, oferta pública inicial de valores mobiliários aos investidores de varejo dos Estados Unidos com efetivo aumento de capital para a companhia.

Da mesma forma que o Nível II, as companhias adeptas do Nível III são obrigadas a atender a todas as exigências das Bolsas de Valores em que seus ADRs são ofertados, além de, obviamente, a todas as exigências da SEC.¹⁶ Assim, as companhias estrangeiras estarão adstritas a todas as regras inerentes às companhias americanas.

Além das vantagens já citadas para o Nível II, o grande benefício do Nível III é o efetivo acesso a novos recursos pela companhia estrangeira emissora. Vale lembrar que os custos para essa entrada no mercado de capitais norte-americano (bancos de investimento, consultores legais e contábeis, despesas com *road show*, preparação de prospecto – entre outros) são bastante elevados.

3.4 Regra 144A

O ADR da Regra 144A não é listado em Bolsa de Valores, sendo sua venda efe-

tuada por meio de colocação privada destinada a investidores institucionais qualificados (*qualified institutional buyers*).¹⁷ Após adquiridos pelos investidores institucionais, é possível que tais ADRs sejam negociados entre o mesmo público por meio do sistema eletrônico Portal (organizado pela *National Association of Securities Dealers*).

O ADR da Regra 144A é um meio eficaz para a captação de novos recursos por empresas estrangeiras no mercado de valores mobiliários dos Estados Unidos junto a investidores qualificados. Trata-se de uma emissão primária (da mesma forma que o ADR Nível III), que amplia a base acionária da companhia que se vale desse mecanismo financeiro.

Os ADRs da Regra 144A, pelo fato de não estarem listados em Bolsa de Valores e não serem destinados a investidores de varejo, não exigem que a companhia (emissora das ações-“espelho”) elabore demonstrações financeiras em consonância com as regras dos Estados Unidos.

Quando comparados ao Nível III, a visibilidade e a liquidez desses papéis é diminuída,¹⁸ porque o público, apesar de

17. Resumidamente, nos termos da Regra 144A, *qualified institutional buyer* significa: “(i) Any of the following entities, (...), that in the aggregate owns and invests on a discretionary basis at least \$100 million in securities of issuers that are not affiliated with the entity; (...); (ii) Any dealer (...) that in the aggregate owns and invests on a discretionary basis at least \$10 million of securities of issuers that are not affiliated with the dealer (...); (iii) Any dealer (...) acting in a riskless principal transaction on behalf of a qualified institutional buyer; (iv) Any investment company registered under the Investment Company Act, (...) which own in the aggregate at least \$100 million in securities of issuers; (v) Any entity (...) acting for its own account or the accounts of other qualified institutional buyers; and (vi) Any bank (...), any savings and loan association or other institution (...), or any foreign bank or savings and loan association or equivalent institution, (...), that in the aggregate owns and invests on a discretionary basis at least \$100 million in securities of issuers that are not affiliated with it and that has an audited net worth of at least \$25 million (...).”

18. Alberto S. Matsumoto, *A Emissão de “ADRs – American Depositary Receipts” pelas Em-*

15. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Celina Yumiko Ozawa e André Moura Cintra Goulart, “*Underwriting, ações, ADR e BDR*”, cit., in Iran Siqueira Lima (coord.), *Curso de Mercado Financeiro: Tópicos Especiais*, p. 87.

16. Prospectos e formulários (Formulários F-1 ou F-3) na oferta dos valores, além da apresentação anual do Formulário 20-F, adaptado às regras contábeis dos Estados Unidos.

qualificado, é reduzido.¹⁹ Por outro lado, são meio muito mais barato e rápido para a captação de recursos, tendo em vista as exigências informacionais e de registro muito mais brandas.

4. Racionalidade econômica da dupla listagem

Entendemos que a dupla listagem traz benefícios tanto para a companhia como para os investidores norte-americanos. Nesta seção propomo-nos a realçar alguns desses ganhos incorridos pelos agentes econômicos participantes do processo de emissão de ADRs, sem, no entanto, nos determos nos aspectos específicos de cada um dos quatro programas acima descritos.

Não nos cabe, neste artigo, discutir se os benefícios auferidos são maiores que os sacrifícios (leia-se “custos e despesas operacionais”) incorridos pela companhia. Diversos autores da seara econômica já chegaram a conclusões diametralmente opostas, com base em modelos diversos.²⁰

4.1 Racionalidade para a companhia

A emissão de ADRs é uma oportunidade para a companhia acenar ao mercado internacional sobre seu empenho com as boas práticas de governança. Nesse sentido, a listagem transnacional encontra respaldo na hipótese do comprometimento (*bonding hypothesis*). De acordo com essa proposição, empresas oriundas de países com baixo nível de proteção institucional valem-se dos ADRs como forma de sinali-

presas da América do Sul e a Teria do Mercado Eficiente, tese de Pós-Graduação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo/EAESP, 1995, pp. 33-34.

19. Estima-se que o público de investidores qualificados seja de 10.000 investidores.

20. Héber Pessoa da Silveira, *Dupla Listagem e Estrutura de Capital: uma Análise das Empresas Brasileiras Emissoras de ADRs*, tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, 2008, pp. 11-14.

zação aos potenciais acionistas minoritários sobre a adoção e manutenção dos elevados níveis de governança corporativa exigidos nos Estados Unidos.²¹

No esteio dessa teoria, a percepção das boas práticas da empresa pelo mercado fará com que não apenas o custo de capital próprio (*equity*) caia, mas também o custo do capital de terceiros (*debt*).

Ainda que as companhias não estejam interessadas em acenar ao mercado sobre a adoção de boas práticas de governança, é notória a pujança do mercado de capitais norte-americano. Dessa forma, um dos grandes benefícios para as companhias listarem seus valores mobiliários no mercado norte-americano, por meio de ofertas primárias, é o acesso a novas fontes de capitais.

O acesso a novos investidores aumenta a liquidez dos papéis da companhia estrangeira, que poderá ter uma base acionária muito maior. Se, antes, apenas um universo “X” de investidores locais poderia comprar “N” papéis, após o *cross listing* um universo “X+Y” estará exposto à mesma quantidade “N” de papéis.

Não se pode olvidar que o conhecimento do mercado sobre a companhia será muito maior. A exposição e a visibilidade adquirida pela companhia não são restritas aos investidores, vez que também os fornecedores, os bancos financiadores, os formadores de opinião (analistas que elaboram os relatórios de *research*, por exemplo) e os concorrentes terão muito mais informações sobre ela.

Assim, o maior conhecimento da companhia pelo mercado propiciará a disseminação de sua boa reputação com todos os seus *stakeholders* – o que, por si só, poderá gerar ganhos junto a todos esses sujeitos (queda do custo de capital próprio e de terceiros, aumento das vendas, maior poder de barganha com fornecedores – dentre outros).

21. *Idem*, p. 8.

Outro benefício amplamente propalado, além da adesão às melhores práticas de governança, do acesso a uma maior base de acionistas, do aumento da liquidez dos papéis e da visibilidade da companhia, é o fato de a listagem estrangeira propiciar a comparação do preço dos ativos com os concorrentes globais. Em outras palavras, companhias similares, concorrentes em nível global, podem ter o preço de seus ativos comparados (*price parity*), possibilitando o desencadeamento de boas oportunidades de negócios entre elas e seus acionistas, por meio de operações societárias (por exemplo, fusões, aquisições, ofertas hostis).

4.2 Racionalidade para o investidor

Os ADRs correspondem atualmente a 16% do mercado de investimento em ações dos Estados Unidos, com exposição total de mais de US\$ 2 trilhões, sendo, assim, mecanismo de alta utilização entre os investidores americanos. São números respeitáveis, sobretudo se considerarmos o exponencial crescimento dos ADRs a partir da década de 1980.²²

Não obstante o crescimento já verificado, a tendência de crescimento futuro permanece e é baseada no aumento da quantidade e qualidade de informações sobre os emissores internacionais, no crescimento da segurança da informação e na sofisticação das ferramentas de análise.²³

E por que motivos os investidores norte-americanos têm tanto interesse no

acesso a mercados estrangeiros por meio de ADRs? Entendemos que essa resposta é complexa e deriva de uma série de fatores, que tentaremos descrever abaixo, partindo da atratividade do mercado brasileiro como premissa.

Para que um investidor americano invista diretamente no mercado acionário brasileiro, ele deverá seguir as regras da Resolução CMN-2.689/2000. Em linhas gerais, o investidor norte-americano deverá ter um representante tributário, um representante legal e um custodiante dos seus valores no Brasil.

Além disso, o investidor não-residente deverá contratar sociedade corretora de títulos e valores mobiliários que deverá cadastrá-lo nos moldes da legislação vigente²⁴ – o que ocasionará a necessidade de enviar documentos devidamente notariados, consularizados, traduzidos e juramentados.²⁵

Desse modo, os custos de transação incorridos por investidores americanos – tais como a contratação de representantes, custodiantes e corretoras, o dispêndio de tempo para a abertura de vínculo com os intermediários brasileiros, os custos com fechamento de câmbio, dentre outros – não são, de modo algum, desprezíveis. Assim, apesar de o fluxo de capitais estrangeiros ser livre no Brasil, na prática são selecionados apenas grandes investidores, que operam volume considerável de recursos.

Nesse sentido, os ADRs apresentam-se como meios alternativos, sobretudo aos pequenos e médios investidores america-

22. Cf. material informativo do JP Morgan (*Depositary Receipt Reference Guide*) cit. (disponível em http://www.adr.com/Common/DownloadContent.aspx?filename=DR_Reference_Guide.pdf), pp. 3-4.

23. Idem, p. 5: "Equally important, the market's liquidity is expected to increase with the real-time delivery of global news and financial information, the ability to make secure on-line transactions using the internet, and the increasing sophistication of analytical tools available to the retail investor. The depositary receipt market continues to gain in efficiency, benefiting issuer and investor alike".

24. V. Instrução CVM-387/2003.

25. A Instrução CVM-419/2005, que alterou a Instrução CVM-387/2003, flexibilizou as regras de cadastro de não-residentes ao criar a figura do cadastro simplificado. Desse modo, corretoras brasileiras estão autorizadas a celebrar contrato de prestação de serviços com corretoras estrangeiras, que se comprometerão a fazer o cadastro completo no País de origem do investidor estrangeiro, desde que nos moldes do cadastro realizado pelas corretoras brasileiras.

nos que queiram ter acesso ao mercado de capitais de outros Países.

A facilidade para comprar, vender e manter os ativos bem como a facilidade nos processos de liquidação e custódia – todos eles na língua e moeda local – encorajam os investidores que queiram acessar os mercados internacionais, como o brasileiro, que se tem mostrado muito atrativo ultimamente.

Com os ADRs o investidor americano poderá diversificar seu portfólio ao acessar novas companhias com diferentes realidades e contextos sociais. Nesse sentido, poderá aumentar ou diminuir o risco, ou aumentar ou diminuir sua perspectiva de rentabilidade, adequando sua carteira aos níveis de risco e retorno esperados.

Outro grande benefício apregoado é a possibilidade de os investidores americanos realizarem “arbitragem”,²⁶ desde que tenham, simultaneamente, acesso direto (no caso brasileiro, investimentos nos termos da Resolução CMN-2.689/2000) e acesso indireto aos mercados estrangeiros (por meio de ADRs).

Entendemos que a atratividade dos mercados estrangeiros, sobretudo os ditos emergentes, a facilidade (baixo custo de transação) na compra e venda, as possibilidades de diversificação de carteira e a montagem de estratégias diferenciadas são essenciais, mas de nada adiantariam se os ADRs não conferissem segurança jurídica aos seus portadores.

Partindo desse raciocínio, entendemos que a segurança institucional propiciada pelos ADRs, tendo em vista que o investidor se submete às leis americanas e mitiga os riscos associados aos Países estrangeiros, é a principal mola propulsora e

26. A “arbitragem” financeira é a possibilidade de os investidores, valendo-se das distorções de mercado, adquirirem dado papel em dado mercado por um preço inferior e, ao mesmo tempo, venderem o “mesmo” ativo em outro mercado por um preço superior. A compra de ações e a venda de ADRs, ou vice-versa, é a forma de “arbitragem” clássica.

o grande racional por detrás da existência e profunda utilização desses valores mobiliários.

“As vantagens dos ADRs sobre os títulos estrangeiros, por eles representados, decorrem do fato de serem emitidos em moeda norte-americana, regidos pelas leis dos Estados Unidos, sendo compensados pela *Depositary Trust Company* (DTC). As ações, ao se transformarem em ADRs, são assim ‘americanizadas’, ou seja, tratadas como títulos domésticos norte-americanos, garantindo aos portadores as vantagens econômicas, inclusive recebimento de dividendos, sem a necessidade de utilizar um mercado estrangeiro.”²⁷

5. Direitos dos titulares de ações e de ADRs

Nesta seção passaremos a explorar os direitos essenciais dos titulares de ações brasileiras e dos titulares de ADRs e utilizaremos um caso concreto em que esses direitos se revelaram desconectados, para que possamos, ao final, esboçar uma conclusão acerca da possível influência do arcabouço jurídico societário brasileiro sobre os ADRs.

5.1 Direitos dos titulares de ações

A ação é unidade do capital social e atribui ao seu detentor a condição de acionista, sendo, portanto, instrumento legitimador da condição de sócio e veículo de transmissão dessa condição. Ao ter a condição de sócio, o proprietário da ação terá, automaticamente, certos direitos e deveres perante a sociedade.²⁸ Neste tópico não nos

27. Arnoldo Wald, “Da constitucionalidade e licitude da emissão de ADR (*American Depositary Receipt*) de ações preferenciais de instituição financeira brasileira (interpretação do art. 192, III, da CF e do art. 51 do ADCT)”, *Cadernos de Direito Constitucional e Ciência Política* 2(6)/20, São Paulo.

28. José Edwaldo Tavares Borba, *Direito Societário*, cit., 10ª ed., p. 229.

deteremos aos deveres dos acionistas, e apenas cuidaremos de esboçar seus direitos básicos.

Diz-se que os acionistas estão divididos em *empreendedores* e *investidores*. Enquanto estes enxergam na companhia uma oportunidade para investir seus excedentes (da mesma forma como a companhia se vale desses indivíduos para captar a poupança privada), aqueles estão interessados na exploração efetiva da atividade econômica.²⁹

Independentemente da motivação que levou a pessoa a se tornar acionista, o fato é que todos eles, ao comprarem os títulos representativos do capital social da companhia, passam a ter direitos.

Didaticamente, classificam-se³⁰ os direitos dos acionistas em *essenciais* ou *modificáveis*, no tocante à possibilidade de alteração pela Assembléia ou pelo estatuto social, e também em direitos *políticos* ou *econômicos*, no tocante à sua natureza.

A Lei 6.404/1976 (Lei das S/A), nos termos do art. 109, enumera como direitos essenciais, sempre incidentes sobre todos e quaisquer acionistas de sociedades brasileiras, os seguintes: a participação nos lucros; a participação no acervo social, em caso de liquidação; o direito de fiscalização da gestão; a preferência para a subscrição de valores mobiliários; e o direito de retirada nos casos previstos em lei.

Todos os direitos não arrolados pela Lei das S/A em seu art. 109 são considerados direitos modificáveis, incluindo-se o direito de voto (por exemplo, ações preferenciais podem ter o direito de voto suprimido).

Classificam-se como direitos econômicos aqueles que envolvem valores pecuniários direta e objetivamente – como, por exemplo, o direito ao recebimento de divi-

dendos e o direito à participação no acervo da companhia em caso de liquidação.

Já, os direitos políticos são aqueles em que não existem valores diretamente envolvidos no seu exercício, ainda que o efetivo exercício desse tipo de direito tenha impacto econômico de algum modo. Nesse contexto, citemos, a título ilustrativo, o direito de voto em Assembléias- Gerais e o direito de se retirar da sociedade.

Não é nosso objetivo, neste artigo, esmiuçar e explicar todos os inúmeros direitos conferidos aos acionistas, sobretudo aos minoritários, posto que são repletos de nuances e particularidades. Nesta seção propomo-nos a demonstrar que o acionista, tendo em conta sua condição de proprietário de um título representativo de parte do capital de dada companhia, tem certos direitos conferidos pela Lei das S/A ou pelo estatuto social.³¹

Lembremos que freqüentemente os direitos conferidos aos acionistas pelos estatutos sociais são mais protetivos e amplos que os direitos previstos na própria Lei das S/A. Na maioria desses casos estamos diante de companhias que aderiram voluntariamente a níveis diferenciados de governança corporativa para poderem adentrar os segmentos especiais de listagem da BM&F Bovespa – quais sejam: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.³²

Apesar de ser lícito e, muitas vezes, do ponto de vista econômico, recomendá-

31. Vale lembrar que os direitos dos acionistas que deixarem de cumprir com seus deveres poderão ser suspensos, nos termos do art. 120 da Lei das S/A: "A Assembléia-Geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação".

32. A título ilustrativo, citemos o caso do *tag along* (direito de adesão) conferido aos acionistas não-controladores em caso de alienação de controle. Enquanto a Lei das S/A assegura ao minoritário, no caso de alienação do controle da companhia, o preço de no mínimo 80% do valor pago ao controlador, as companhias listadas no Novo Mercado da BM&F Bovespa têm o valor elevado a 100% do valor pago ao controlador.

29. Fábio Ulhoa Coelho, *Curso de Direito Comercial*, cit., 2ª vol., pp. 272-275.

30. As classificações não são boas ou ruins, e sim úteis ou inúteis para a compreensão de dados fáticos e raciocínios.

vel às companhias conferirem direitos majorados com relação àqueles previstos na Lei das S/A não se pode, em sede estatutária, minorar ou diminuir os direitos essenciais, que são tidos como norma cogente.

5.2 Direitos dos titulares de ADRs

O titular de ADR não é verdadeiro acionista de companhia estrangeira, ainda que no plano fático e material possa ser confundido como tal. Na realidade, e do ponto de vista jurídico-societário, o tomador do ADR é apenas titular de um valor mobiliário norte-americano que representa e reflete uma ação estrangeira.³³

O verdadeiro proprietário das ações da companhia estrangeira, do ponto de vista formal, é a instituição depositária, que atua como emissora dos ADRs oferecidos ao público investidor. Assim, o depositário assume as funções de acionista da companhia estrangeira e emissor dos ADRs norte-americanos.

O Direito Norte-Americano, baseado na figura do negócio fiduciário (*trust*), admite o desdobramento da propriedade das ações da companhia estrangeira como se o depositário e o titular de ADR pudessem,

33. Apesar de o titular do ADR não ser, de maneira alguma, acionista da companhia emissora das ações que embasam seu título (sendo, em última instância, mero titular de parcela de um depósito de ações), ele tem o direito, conferido pela legislação da SEC, de solicitar a conversão de seus títulos em ações, passando a deter, diretamente, ações da companhia estrangeira. Cf. Arnoldo Wald, "Da constitucionalidade e licitude da emissão de ADR (*American Depositary Receipt*) de ações preferenciais de instituição financeira brasileira (interpretação do art. 192, III, da CF e do art. 51 do ADCT)", *Cadernos de Direito Constitucional e Ciência Política* 2(6)/19: "O portador do ADR pode, a qualquer tempo, solicitar a sua troca pelas ações depositadas. Assim, o titular do ADR tanto pode vender o seu próprio título, no mercado americano (*intra market trading*), como, se preferir, receber os títulos originais (que foram depositados) e negociá-los no respectivo mercado nacional, mediante o que se denomina uma *crossborder transaction*".

ao mesmo tempo, ser proprietários de uma mesma ação.³⁴

Para tanto, utilizam-se diferentes planos de relacionamento: o plano da relação interna (liame jurídico entre o titular do ADR e o depositário) e o plano da relação externa (liame jurídico entre o depositário e a companhia emissora).

No esteio desse raciocínio, no plano interno as ações da companhia estrangeira seriam de titularidade do tomador do ADR, enquanto no plano externo as ações seriam de propriedade do banco depositário. Nas palavras de Tavares Borba: "Entre o tomador do ADR e o banco emissor verifica-se, no âmbito interno, uma relação de depósito (depósito regular), posto que as ações pertencem ao tomador, mas, na relação externa, o emissor do ADR é o proprietário das ações, que se encontram lançadas em seu nome nos respectivos sistemas de registro. Trata-se, no caso, de uma propriedade fiduciária, posto que destinada a fins práticos a serem exercidos em benefício do titular do ADR. A eventual falência do banco emissor não prejudicará o titular do ADR, devendo as ações ser separadas da massa".³⁵

Embora didática, a explicação do desdobro da propriedade das ações, baseada no negócio fiduciário, é inútil quando vista da perspectiva da companhia. Para ela, o

34. José Edwaldo Tavares Borba, *Direito Societário*, cit., 10ª ed., p. 180: "A estruturação dos ADRs, no Direito Norte-Americano, não ofereceu maiores dificuldades, uma vez que o sistema da *Common Law* consagra a idéia da dupla propriedade, que se exerce através da figura do *trustee*, o qual detém uma propriedade imperfeita destinada a atender ao interesse do proprietário material. (...). O tomador dos ADRs é, no plano material, o proprietário das ações que o ADR representa; todavia, no plano formal, o proprietário das ações é o banco emissor dos ADRs, que se situa no País onde esses títulos estão sendo lançados, enquanto o banco custodiante, que se situa no País da sede da empresa emissora das ações, exerce, mediante procuração, os direitos concernentes à ação, em nome do banco emissor".

35. Cf. José Edwaldo Tavares Borba, "American Depositary Receipt (ADR)", cit., in *Temas de Direito Comercial*, pp. 328-329.

efetivo titular das ações é o depositário, que, na qualidade de acionista, poderá, se bem entender e por motivos tão-somente de ordem negocial preestabelecidos, conferir seus direitos de proprietário ao tomador do ADR.

De pronto, é fácil compreender que o banco depositário norte-americano não é um proprietário comum de ações. Nesse sentido, durante as emissões de ADR existirá um contrato de depósito (*deposit agreement*) firmado entre o “acionista” depositário e a companhia estrangeira emissora das ações.

Por meio deste instrumento particular é que se estabelecerão os direitos e obrigações das partes no processo de emissão e de manutenção dos ADRs no mercado dos Estados Unidos. Tal contrato é regido pelo princípio denominado *autonomia da vontade privada*,³⁶ e, nesse sentido, as regras contratuais serão livremente estabelecidas pelas partes. Nas palavras do professor Wald: “Na realidade, o banco americano, que emite os ADRs, passa a ser, formalmente, o acionista da empresa estrangeira, na qualidade de verdadeiro *trustee* ou agente fiduciário, que atua em nome próprio, mas representa materialmente os detentores dos ADRs para praticar todos os atos inerentes a direitos atribuídos ao acionista. Na realidade, há uma certa flexibilidade no *deposit agreement*, cabendo às partes o direito de estabelecer as cláusulas contratuais, de acordo com o princípio da autonomia da vontade, desde que respeitadas as normas de ordem pública fixadas pela legislação e regulamentação norte-americanas”.³⁷

36. Cf. Irineu Strenger, *Da Autonomia da Vontade: Direito Interno e Internacional*, 2ª ed., São Paulo, LTr, 2000, p. 66: “A autonomia da vontade como princípio deve ser sustentada não só como um elemento da liberdade em geral, mas como suporte também da liberdade jurídica, que é esse poder insuprimível no homem de criar por um ato de vontade uma situação jurídica, desde que esse ato tenha objeto lícito”.

37. Arnoldo Wald, “Da constitucionalidade e licitude da emissão de ADR (*American Depositary*

De qualquer modo, a experiência demonstra que dentre as disposições regulamentadas em contrato se encontram providências operacionais básicas para o funcionamento do mecanismo, tais como a escolha do custodiante no mercado doméstico da companhia emissora, os procedimentos de execução, entrega e transferência dos ADRs, as possibilidades de resgate ou emissão de novos ADRs – dentre outras.

Além dos procedimentos operacionais, o contrato de depósito acaba por regular assuntos diretamente relacionados aos direitos do depositário (acionista da companhia) e dos tomadores de ADR (proprietários de títulos representativo das ações da companhia estrangeira).

Dentre esses pontos, o contrato de depósito poderá dispor sobre o direito de voto dos titulares dos ADRs (exercidos em função das ações subjacentes) e sobre o direito na distribuição de dividendos, dentre outros. Cabe ressaltar que o efetivo exercício desses direitos será sempre operacionalizado pelo depositário, ainda que por conta dos titulares de ADRs.

Sobre o direito de voto, aproveitamos a oportunidade para salientar que na maioria das vezes o contrato de depósito prevê a obrigação do depositário de votar conforme as instruções do titular do ADR. Mas, como a matéria é contratual, os entendimentos tidos entre a companhia emissora e a instituição depositária, consubstanciados no contrato de depósito, sempre prevalecerão. Dessa forma, se não houver disposição no contrato relacionada à possibilidade de o titular de ADR instruir o depositário (efetivo acionista) a votar conforme suas ordens, o depositário poderá negar-se a fazê-lo.

Obviamente, o depositário é uma instituição financeira³⁸ prestadora de serviços

Receipt) de ações preferenciais de instituição financeira brasileira (interpretação do art. 192, III, da CF e do art. 51 do ADCT)”, *Cadernos de Direito Constitucional e Ciência Política* 2(6)/21.

38. Dados da SEC demonstram que três instituições financeiras (*JP Morgan, Bank of New York*

que busca o lucro e, portanto, deseja manter o melhor relacionamento possível com os ADRs *holders*. Nesse sentido, os contratos de depósito tendem a permitir a transmissão da maior parte dos direitos inerentes ao acionista (instituição depositária) em benefício do tomador do ADR, fazendo com que o ADR tenha características o mais próximas possível das ações estrangeiras – e, dessa forma, seja mercadotrativa perante o mercado americano.

Em suma, o titular de ADR não tem necessariamente os direitos de acionista, podendo vir a exercê-los somente se permitido, viabilizado e operacionalizado pelo depositário. Este, sim, é verdadeiro acionista e, nesse sentido, titular de todos e quaisquer direitos inerentes à propriedade das ações, os quais poderão, a seu critério e por motivos de ordem contratual, ser transferidos aos tomadores de ADRs.

5.3 “*Caso Vivo*”

A reestruturação societária da *Vivo Participações S/A*, proposta em julho/2009, visou a consolidar nessa empresa todas as participações não-controladoras de suas controladas Telemig Celular S/A e Telemig Celular Participações S/A, por meio de duas incorporações de ações.

No âmbito da reestruturação societária, os acionistas da Telemig Celular Participações S/A que não concordassem com a operação teriam, nos termos da Lei das S/A, direito de retirada³⁹ – direito, esse, classificado pela própria lei como essencial. Como a Telemig Celular Participações S/A tinha ADRs lastreados em ações, analisemos o tratamento dispensado aos

Mellon e Citibank) concentram cerca de 95% das emissões de ADRs.

39. O direito de recesso é previsto no art. 137 da Lei das S/A: “A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: (...)”.

ADRs *holders* no tocante ao exercício do direito de retirada.

Primeiramente, cumpre-nos salientar que o prospecto que trata da reestruturação deixa bem claro que os titulares de ADRs (ADS)⁴⁰ não têm direitos de acionista, sendo o depositário o efetivo proprietário das ações – e, portanto, o titular dos direitos de acionista.⁴¹

O documento dispõe, inclusive, que os direitos dos titulares de ações poderão ser extensíveis aos titulares de ADRs, desde que o depositário assim decida e desde que a companhia seja consultada. Assim, a análise sobre a conferência de direitos societários brasileiros aos titulares desses ADRs é casuística e discricionária, cabendo ao depositário decidir por sua conveniência e oportunidade.⁴²

Se o depositário das ações brasileiras concluir pela ilegalidade ou pela inviabilidade da extensão dos direitos societários aos titulares de ADRs, ele deverá, nos termos do contrato de depósito que tem com a *Vivo*, envidar seus melhores esforços

40. Cf. José Edwaldo Tavares Borba, “*American Depositary Receipt (ADR)*”, cit., in *Temas de Direito Comercial*, p. 328: “Cada ADR corresponderá a um ou vários ADSs (*American Depositary Shares*). O ADS é um múltiplo de ações, todas da mesma espécie e classe, sendo comum ADSs de 5 ou 10 ações. O ADS corresponde pois a um múltiplo de ações diretamente, enquanto o ADR é o certificado representativo dessas ações”.

41. *Vivo Participações S/A. Formulário F-4* (disponível em http://vivo.mediagroup.com.br/port/download/sec/VIVO_F420_Jul_2009.pdf, acesso em 15.9.2009), p. 185: “Como um titular de ADS, nós não trataremos você como um de nossos acionistas e você não terá direitos de acionista. A lei brasileira rege os direitos dos acionistas. O depositário será o titular das ações preferenciais subjacentes aos seus ADSs. Como titular registrado de ADSs, você terá direitos de titular de ADS. O contrato de depósito estabelece os direitos dos titulares de ADSs, bem como os direitos e obrigações do depositário. A lei de Nova York rege o contrato de depósito e as ADSs”.

42. *Vivo Participações S/A. Formulário F-4* (disponível em http://vivo.mediagroup.com.br/port/download/sec/VIVO_F420_Jul_2009.pdf, acesso em 15.9.2009), p. 187.

para comercializar esse direito e fazer com que o produto líquido dessa venda seja dividido entre os ADRs *holders* de forma *pro rata*.⁴³

No caso concreto, nos termos da Lei das S/A, foi conferido direito de retirada aos acionistas da Telemig Celular Participações S/A que estivessem em desacordo com os termos e condições da reestruturação societária. Contudo, o direito de receso de tais acionistas não foi estendido aos titulares de ADRs lastreados nas mesmas ações.⁴⁴

“Pessoas que eram titulares de ações ordinárias ou preferenciais da TC ou TCP ou ações ordinárias da Vivo, na data de registro, ou seja, em de 23.3.2009, terão direito de retirada para exercer relacionado com a reestruturação. (...). Os detentores de ADSs da TCP não terão direito de retirada ou o direito de instruir o depositário da TCP, seja através do seu corretor ou outro intermediário ou diretamente, a exercer o direito de retirada em seu nome.”⁴⁵

Ao final, portanto, restou aos detentores de ADRs da Telemig Celular Participações S/A receberem 2,74 ADRs da Vivo Participações S/A para cada ADR da Tele-

mig Celular Participações S/A que possuíam, mais um valor em dinheiro (correspondente a frações de ADR).

Portanto, no caso em tela, os titulares de ADRs da Telemig Celular Participações S/A não puderam exercer o direito de retirada tal qual os acionistas da companhia. Os tomadores de ADRs sequer puderam orientar o depositário a exercer o direito de retirada em seu nome.

6. Conclusões

O titular de ADR não tem a propriedade da ação-espelho⁴⁶ do ADR, ainda que o título norte-americano esteja lastreado na ação de uma companhia estrangeira. Do ponto de vista da companhia, o depositário será considerado o único proprietário da ação – e, portanto, a única pessoa com legitimidade ativa para exercer os direitos inerentes aos acionistas.

Assim, ainda que a companhia estrangeira que possui ADRs lastreados em suas ações tenha deveres de divulgação de informações (*disclosure*) perante o mercado americano, seu relacionamento, no tocante a permitir o efetivo exercício de direitos societários, é tão-somente com o depositário norte-americano.

A instituição depositária, na qualidade de responsável pela emissão dos títulos e pela interface com a companhia estrangeira, com a instituição custodiante e com os tomadores dos ADRs, poderá ou não fazer valer os direitos dos proprietários de ADRs como se acionistas fossem.

46. Cf. José Edwaldo Tavares Borba, “*American Depositary Receipt (ADR)*”, cit., in *Temas de Direito Comercial*, p. 328: “O titular do ADR não mantém qualquer relação formal com a sociedade emissora das ações, porquanto não figura como acionista. O acionista é o banco emissor dos ADRs. O titular do ADR relaciona-se com o emissor do ADR, ao qual cabe pagar-lhe os dividendos distribuídos, proporcionar-lhe o exercício de direitos e ainda fornecer-lhe todas as informações que desejar sobre a emissora ou as ações”.

43. Idem, *ibidem*.

44. Idem, p. 20: “De acordo com o art. 137 da lei brasileira, os detentores de ações ordinárias e preferenciais da TC e da TCP que estão em desacordo com a incorporação da TCP e os detentores de ações ordinárias e preferenciais da TCP e os detentores de ações ordinárias da Vivo que estão em desacordo com a incorporação da Vivo terão, a partir da data da AGEs da companhia que aprovou a reestruturação, o direito de retirada da TC ou TCP, conforme aplicável, e serão reembolsados pelo valor das ações que possuíam em 23.3.2009. Os detentores de ações preferenciais e de ADSs da Vivo não estão habilitados a exercer o direito de retirada. Os detentores de ADSs da TCP não terão direito de retirada, nem estão habilitados a instruir o depositário da TCP, mesmo através de seu corretor, outro intermediário ou diretamente, a exercer o direito de retirada em seu nome”.

45. *Vivo Participações S/A. Formulário F-4* (disponível em http://vivo.mediatgroup.com.br/port/download/sec/VIVO_F420_Jul_2009.pdf, acesso em 15.9.2009), p. 3.

A condicional para o exercício de direitos societários inerentes aos acionistas da companhia brasileira pelos titulares de ADRs reside no contrato de depósito firmado entre a companhia e a instituição depositária. Tal instrumento, que consubstancia negócio jurídico pautado pela autonomia da vontade privada, disciplinará a extensão, a operacionalização e a forma de exercício dos direitos dos ADRs holders relacionados às ações subjacentes.

Os direitos dos acionistas, portanto, serão extensíveis aos detentores de ADRs somente na medida em que previamente previstos pelo contrato de depósito firmado entre a companhia e a instituição emissora dos ADRs.

Deste modo, concluímos que a legislação brasileira tem influência limitada e não necessariamente impactará os titulares de ADRs, já que a extensão dos direitos societários aos titulares de ADRs é condicionada a prévia e expressa previsão negocial.

Diz-se que o ADR é um espelho da ação estrangeira. Concordamos com a definição, mas entendemos que esse espelho, dependendo das condições negociais prévias, poderá ser um espelho opaco e distorcido.

Bibliografia

- ANDREZO, Andrea Fernandes, e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. São Paulo, Thomson Learning, 1999.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *ADRs* (disponível em http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/base_financieira/Secao_6_ADRS.pdf, acesso em 23.3.2010).
- . *Vivo Participações S/A. Formulário F-4* (disponível em http://vivo.mediagroup.com.br/port/download/sec/VIVO_F420_Jul_2009.pdf, acesso em 15.9.2009).
- BRUNI, Adriano Leal. *Globalização Financeira, Eficiência Informacional e Custo*

de Capital: uma Análise das Emissões de ADRs Brasileiros no Período 1992-2001. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 2º vol. São Paulo, Saraiva, 2003.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *JP Morgan. Depository Receipts Reference Guide* (disponível em http://www.adr.com/Common/Downloadcontent.aspx?filena me=DR_Reference_Guide.pdf, acesso em 25.8.2009).

———. *Securities and Exchange Commission. International Investing* (disponível em <http://www.sec.gov/answers/adrs.htm>, acesso em 20.8.2009).

———. *Securities and Exchange Commission. International Investing – Get the Facts* (disponível em <http://www.sec.gov/pdf/ininvest.pdf>, acesso em 12.8.2009).

FORGIONI, Paula A. “A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil brasileiro”. *RDM* 130/7-38. São Paulo, Malheiros Editores, abril-junho/2003.

FRANCO, Vera Helena de Mello, e SZTAJN, Rachel. *Manual de Direito Comercial: Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários*. 2º vol. São Paulo, Ed. RT, 2005.

GOULART, André Moura Cintra, LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de, e OZAWA, Celina Yumiko. “Underwriting, ações, ADR e BDR”. In: LIMA, Iran Siqueira (coord.). *Curso de Mercado Financeiro: Tópicos Especiais*. São Paulo, Atlas, 2009 (pp. 68-106).

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “Distribuição secundária no Brasil e no exterior de ações pertencentes à Administração Pública (ADR)”. In: *Pareceres*. vol. 1. São Paulo, Singular, 2004 (pp. 583-596).

———. “O conceito de *security* no Direito Norte-Americano e conceito análogo no Direito Brasileiro”. *RDM* 14(40)/41-60. São Paulo, Ed. RT, 1974.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de, GOULART, André Moura Cintra, e OZAWA, Celina Yumiko. “Underwriting, ações, ADR e BDR”. In: LIMA, Iran Siqueira (coord.). *Curso de Mercado Fi-*

- nanceiro: *Tópicos Especiais*. São Paulo, Atlas, 2009 (pp. 68-106).
- LIMA, Iran Siqueira, e ANDREZO, Andrea Fernandes. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. São Paulo, Thomson Learning, 1999.
- . (coord.). *Curso de Mercado Financeiro: Tópicos Especiais*. São Paulo, Atlas, 2009.
- MATSUMOTO, Alberto S. *A Emissão de "ADRs – American Depositary Receipts" pelas Empresas da América do Sul e a Teria do Mercado Eficiente*. Tese de Pós-Graduação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo/EAESP. São Paulo, 1995.
- OZAWA, Celina Yumiko, GOULART, André Moura Cintra, e LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. "Underwriting, ações, ADR e BDR". In: LIMA, Iran Siqueira (coord.). *Curso de Mercado Financeiro: Tópicos Especiais*. São Paulo, Atlas, 2009 (pp. 68-106).
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 23ª ed., 2º vol. São Paulo, Saraiva, 2003.
- SILVEIRA, Héber Pessoa da. *Dupla Listagem e Estrutura de Capital: uma Análise das Empresas Brasileiras Emissoras de ADRs*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. São Paulo, 2008.
- SILVEIRA, Alexandre di Miceli. *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. São Paulo, 2004.
- STRENGER, Irineu. *Da Autonomia da Vontade: Direito Interno e Internacional*. 2ª ed. São Paulo, LTr, 2000.
- STUBER, Walter Douglas. "Os programas de *depository receipts* no Brasil". In: *Imposto de Renda: Estudos* 36/127-139. São Paulo, Resenha Tributária, 1993.
- SZTAJN, Rachel, e FRANCO, Vera Helena de Mello. *Manual de Direito Comercial: Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários*. 2º vol. São Paulo, Ed. RT, 2005.
- TAVARES BORBA, José Edwaldo. "American Depositary Receipt (ADR)". In: *Temas de Direito Comercial*. Rio de Janeiro, Renovar, 2007 (pp. 325-335).
- . *Direito Societário*. 10ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 2007.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. 2º vol. São Paulo, Malheiros Editores, 2006.
- VIVANTE, Cesare. "'Introdução' – *Trattato de Diritto Commerciale*". Trad. de Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. *RDM* 102/134-138. São Paulo, Ed. RT, abril/1996.
- WALD, Arnoldo. "Da constitucionalidade e licitude da emissão de ADR (*American Depositary Receipt*) de ações preferenciais de instituição financeira brasileira (interpretação do art. 192, III, da CF e do art. 51 do ADCT)". *Cadernos de Direito Constitucional e Ciência Política* 2(6)/19-34. São Paulo, 1994.