

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

ADELMO FERREIRA DE LIMA FILHO

**PERCEPÇÃO DE AGENTES DO MERCADO DE CAPITAIS SOBRE OS FATORES
QUE INFLUENCIAM O INVESTIMENTO EM BRAZILIAN DEPOSITARY
RECEIPT (BDR)**

SÃO PAULO - SP

2018

ADELMO FEREIRA DE LIMA FILHO

**PERCEPÇÃO DE AGENTES DO MERCADO DE CAPITAIS SOBRE OS FATORES
QUE INFLUENCIAM O INVESTIMENTO EM BRAZILIAN DEPOSITARY
RECEIPT (BDR)**

Dissertação apresentada à Escola de
Administração de Empresas de São Paulo, da
Fundação Getulio Vargas, em cumprimento
dos requisitos para obtenção do título de
Mestre em Administração de Empresas.

Linha de Pesquisa: Finanças

Orientador: Paulo Renato Soares Terra

Banca examinadora:

Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra
FGV-EAESP

Prof(a). Dr. Prof. Dr. Hsia Hua Sheng
FGV-EAESP

Prof(a). Dr. Wilson Toshiro Nakamura
(Mackenzie)

Lima Filho, Adelmo Ferreira de.

Percepção de agentes do mercado de capitais sobre os fatores que influenciam investimento em Brazilian depositary receipt (BDR) / Adelmo Ferreira de Lima Filho. - 2018.

Digite aqui o total de folhas f.

Orientador: Paulo Renato Soares Terra.

Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Mercado de capitais - Brasil. 2. Investimentos - Análise. 3. Ações (Finanças). 4. Recibos de depósitos. 5. Certificados de ações. I. Terra, Paulo Renato Soares. II. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 336.763

*Em memória dos meus avós que
sempre me ensinaram que o
estudo é a maior riqueza do ser
humano e a chave de mudança
para qualquer nação.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço todos aqueles que me apoiaram de alguma forma para conclusão deste estudo.

Em especial agradeço a minha esposa, Izabel, pelo amor, paciência, apoio e compreensão nas horas mais difíceis, e aos meus pais, Adelmo e Maria Rosa, onde apesar da distância física, estavam sempre presentes com seu carinho e amor me incentivando.

Ao meu orientador, Prof. Paulo Terra, pela orientação, paciência e dedicação de seu tempo durante o processo de idas e vindas para elaboração desse trabalho.

Por fim, agradeço a Deus por me conceder saúde e forças, sem as quais não seria possível chegar onde cheguei.

PERCEPÇÃO DE AGENTES DO MERCADO DE CAPITAIS SOBRE OS FATORES QUE INFLUENCIAM O INVESTIMENTO EM BRAZILIAN DEPOSITARY RECEIPT (BDR).

Resumo

Este trabalho é um estudo misto com objetivo de capturar a percepção de um grupo selecionado de agentes do mercado de capitais sobre os fatores que influenciam o investimento em *Brazilian Depositary Receipt* – (BDRs) no mercado brasileiro. Tal questão é relevante porque desde seu lançamento o BDR foi apresentado ao mercado como sendo uma possibilidade de elaboração de novas estratégias de diversificação de investimento, arbitragem, captação de recursos, dentre outros motivos. Dessa forma, o objetivo deste estudo é apresentar uma visão do BDR no mercado brasileiro e responder a pergunta pesquisa de quais fatores influenciam o investimento em BDRs no mercado de capitais brasileiro. Para atingir este objetivo foi realizada uma pesquisa do tipo *survey*, com o uso do método misto, combinando dados coletados através de um questionário pré-definido e dados qualitativos através de entrevistas com um grupo selecionado de agentes do mercado de capitais sendo corretoras, gestores de ativos, investidores profissionais, bancos de investimentos, instituições depositárias e escritórios de advocacias especializados em mercado de capitais no Brasil. Os resultados trazem: primeiro, uma visão histórica dos BDRs no Brasil; segundo, apresentam uma análise sobre os fatores que influenciam o uso dos BDRs no mercado de capitais no Brasil; terceiro, contribui para prática de mercado, revelando os aspectos dos BDRs; quarto, apresenta para qual mercado e público alvo esse ativo está atualmente direcionado baseado em uma visão de vantagens e desvantagens do investimento em BDRs.

Palavras-chaves

BDRs, *Brazilian Depositary Receipt*, BDR Patrocinado, BDR Não Patrocinado, Certificado de Companhia Estrangeira

PERCEPÇÃO DE AGENTES DO MERCADO DE CAPITAIS SOBRE OS FATORES QUE INFLUENCIAM O INVESTIMENTO EM BRAZILIAN DEPOSITARY RECEIPT (BDR)

Abstract

This work is a mixed study aimed at capturing the perception of a selected group of capital market agents about the factors that influence the Brazilian Depositary Receipt (BDRs) investment in the Brazilian market. This issue is relevant because, since its implementation, the BDR has been presented to the market as a possibility to elaborate new strategies for investment diversification, arbitrage, fundraising, among other reasons. Thus, the objective of this study is to present a view of the BDR in the Brazilian market and to answer the research question of which factors influence the investment in BDRs in the Brazilian capital market. To achieve this objective, a survey was carried out using the mixed method, combining data collected through a pre-defined questionnaire and qualitative data through interviews with a selected group of capital market agents being brokerage firms, assets, professional investors, investment banks, depository institutions and law firms specializing in capital markets in Brazil. The results bring: first, a historical view of the BDRs in Brazil; second, present an analysis on the factors that influence the use of the BDRs in the capital market in Brazil; Third, it contributes to market practice, revealing aspects of BDRs; fourth, presents to which market and target public this asset is currently directed based on a vision of the advantages and disadvantages of investing in BDRs.

Keywords

BDR, *Brazilian Depositary Receipts*, Sponsored BDRs, Unsponsored BDRs, Cross Listing.

Sumário

1. INTRODUÇÃO	10
1.1. VISÃO GERAL	10
1.2. O OBJETIVO	13
1.3. ESTRUTURA DO TEXTO.....	13
2. REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1. CROSS-LISTING	14
2.2. HISTÓRICO INTERNACIONAL	15
2.3. ADRs - TIPOS DE PROGRAMAS.....	19
2.3.1. PROGRAMAS DE ADR NÃO PATROCINADOS VERSUS PATROCINADOS.....	19
2.3.2. PROGRAMA DE ADR PÚBLICO VERSUS PRIVADOS	20
2.3.3. PROGRAMAS COM AUMENTO DE CAPITAL VERSUS PROGRAMAS COM NÃO AUMENTO DE CAPITAL.....	20
2.4. HISTÓRICO NO BRASIL.....	22
2.4.1. BDRs – TIPOS DE PROGRAMAS	23
2.4.1.1. BDR NÃO PATROCINADO VERSUS NÃO PATROCINADO	23
2.4.1.2. EMISSÃO DE BDRs	26
2.4.1.3. CANCELAMENTO DO BDR	27
2.5. VANTAGENS E DESVANTAGENS	29
2.5.1. COMPANHIAS EMISSORAS	29
2.5.2. RISCO E RETORNO	30
2.5.3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS - BRASIL.....	31
3. METODOLOGIA.....	36
3.1. COLETA DE DADOS	37
3.1.1. GRUPOS DE PARTICIPANTES.....	37
3.1.2. COLETA DE DADOS DO QUESTIONÁRIO.....	38
3.1.3. PROCEDIMENTO DE COLETA DE DADOS	40
3.1.4. ANÁLISE DOS DADOS	41
3.1.5. COLETA DE DADOS DAS ENTREVISTAS	43
3.1.6. INSTRUMENTO DE COLETA	43
3.1.7. PROCEDIMENTO DE COLETA	44
3.1.8. ANÁLISE DOS DADOS QUALITATIVOS	44
4. RESULTADO DOS QUESTIONÁRIOS	45
4.1. PERFIL DOS PARTICIPANTES.....	45
4.2. EXPERIÊNCIA EM MERCADO DE CAPITAIS.....	46

4.3.	EXPERIÊNCIA COM ADRS E BDRS	47
4.4.	PÚBLICO ALVO DOS BDRS.....	48
4.5.	FATORES QUE INFLUENCIAM OS BDRS	49
4.6.	GRAU DE MATURIDADE E INTERESSE DE MERCADO	51
4.7.	VANTAGEM PARA INVESTIDOR E EMPRESA EMISSORA	52
4.8.	ANÁLISE DE RELAÇÃO ENTRE GRUPOS	53
4.9.	COMENTÁRIOS GERAIS SOBRE OS BDRS	56
5.	RESULTADOS DAS ENTREVISTAS	60
5.1.	FATORES QUE INFLUENCIAM A NEGOCIAÇÃO DOS BDRS.....	60
5.2.	ASPECTOS OBSERVADOS ENTRE OS DIFERENTES GRUPOS	61
5.3.	VISÃO GERAL E MELHORIAS	63
5.4.	PRINCIPAIS DESCOBERTAS	64
6.	CONCLUSÃO.....	66
7.	REFERÊNCIAS	69
	APÊNDICE A – HISTÓRICO DE INSTRUÇÕES CVM.....	73
	APÊNDICE B - MODELO QUESTIONÁRIO DE PESQUISA.....	74
	APÊNDICE C – ROTEIRO ENTREVISTAS	77

1. INTRODUÇÃO

Este estudo tem por questão central apresentar a percepção de agentes do mercado de capitais referente aos fatores que influenciam o investimento em *Brazilian Depositary Receipt* – (BDRs) no mercado de capitais no Brasil, e descrever com base em suas experiências pontos positivos e negativos desse ativo mobiliário, além de apontar para qual público alvo destina-se os BDRs.

1.1. Visão Geral

Os BDRs são Certificados de Depósito de valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior, e emitidos por instituição depositária no Brasil. Existem dois tipos de BDRs no mercado, os Patrocinados e os Não Patrocinados.

Os BDRs Patrocinados são valores mobiliários emitidos no Brasil, que possuem como lastro ativos, geralmente ações, emitidos no Exterior. Para emissão dos Patrocinados, a companhia emissora dos valores mobiliários no Exterior deve contratar no Brasil uma instituição depositária, a qual será responsável por emití-los podendo ser classificados como Nível I, Nível II ou Nível III. Por sua vez, os BDRs Não Patrocinados são também considerados valores mobiliários, porém não depende que a companhia emissora no Exterior contrate uma instituição depositária, ou seja, os BDRs Não Patrocinados são emitidos por incentivo próprio das instituições depositárias no Brasil, e pode ser classificado apenas como Nível I, (MANDUCA, 2012).

Daí entendem-se que Patrocinado é quando a companhia emissora dos ativos no Exterior patrocina o programa de BDR e a emissão dos ativos em outro mercado, e o Não Patrocinado é quando não há nenhum patrocínio da companhia emissora no Exterior.

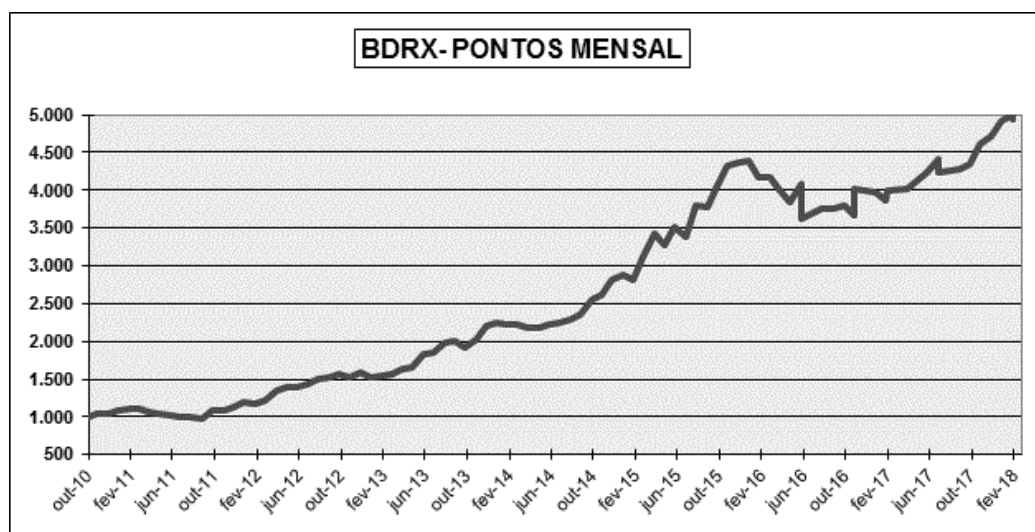
Conforme Manduca (2012), os principais motivos que levaram ao incremento no volume de negócios na bolsa de valores brasileira foi quando a partir dos anos 2000 o governo iniciou a abertura da economia brasileira, com a redução de impostos sobre os bens importados, além de eliminar alguns entraves regulatórios, que até então eram barreiras para livre movimentação de mercadorias e capitais estrangeiros.

Com base na pesquisa realizada, no mesmo ano 2000 foi publicado pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários as instruções normativas número 331 e 332, ambas em 4 de abril de 2000, as quais se tornariam as principais regulações que pavimentaram os BDRs no Brasil.

Durante todos esses anos desde seu surgimento a bolsa de valores do Brasil, antiga BM&FBOVESPA, atual B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, estimula a emissão e negociação de novos BDRs no mercado. Em 2010 a então BM&FBOVESPA em parceria com uma instituição financeira do mercado, publicou novas regras para o incentivo de emissão de novos programas de BDRs Não Patrocinados (Nível I), o que trouxe para o mercado de capitais dez novos programas de BDR e a oportunidade de novas emissões seguindo as mesmas regras. Porém, apesar deste incentivo com emissão de novos programas e o crescimento no volume de transações, o ativo ainda é negociado em um universo muito restrito no mercado de capitais.

De acordo com dados estatísticos obtidos através do site da BM&FBOVESPA, referente ao histórico de negociações (BM&FBOVESPA, 2017), o volume de negociação dos BDRs obteve bons volumes entre os anos 2013 e 2015, onde percentualmente foi de 68% em 2014 comparado ao ano anterior, saindo de um volume de 4.752 negócios realizados em 2013 para um volume 7.973 em 2014, com volume financeiro de R\$ 953,97 para R\$ 1,44 bilhão, e em 2015 movimentando um total de 18.233 negócios, 128,68% acima do ano de 2014, com um volume financeiro de R\$ 3,61 bilhões, um avanço de 150% comparado ao ano de 2014.

Um outro dado importante é a evolução mensal do índice BDRX, onde partiu de uma base em seu lançamento de 1000 pontos e em janeiro de 2016 chegou a atingir 4500 pontos, conforme apresentado no Gráfico 1. O BDRX é um índice de retorno total, criado pela Bolsa para incentivar a divulgação do ativo e atrair mais investidores para esse ativo. Este índice é o resultado de uma carteira teórica de ativos, onde o objetivo principal é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos BDRs Não Patrocinados. Com isso, os investidores passam a ter uma referência de comparação de preços e retorno dos ativos.

Gráfico 1 - Evolução Mensal do BDRX

Fonte: Evolução mensal (BM&FBOVESPA)

Embora os números e dados demonstrem um bom desempenho, os BDRs ainda enfrentam algumas questões no mercado brasileiro que são exploradas nesse estudo, tais como: a curva de conhecimento dos investidores, adaptação do mercado, divulgação do ativo, aderência dos investidores e participantes quanto à regulamentação existente e volume de negociação.

No mundo globalizado, onde os mercados de capitais estão cada vez mais interligados, mudanças regulatórias, flexibilidade nas mobilidades de capital e transações cambiais, trouxeram aos mercados locais uma grande abertura para novos fluxos de capital, redução aos custos de transações em propriedades internacionais. Com isso deu-se início a um processo de novas fontes de captação de recursos, gerando inclusive a flexibilidade de alternativas de investimento em portfólios internacionais.

Por volta do ano de 1970 iniciou a liberalização das economias desenvolvidas, e durante a segunda metade da década de 80, foi o momento das economias emergentes com a queda de diversas barreiras de proteção, e isso proporcionou o início de diferentes alternativas de investimentos em portfólios internacionais, bem como, novas fontes de captação de recursos, conforme (ERRUNZA e MILLER, 2000). Nesse período, devido a todas as iniciativas de regulação, aberturas e liberalização dos mercados, expandiu nos Estados Unidos o conceito de *American Depositary Receipt* (ADR).

1.2. O Objetivo

O objetivo deste estudo foi identificar a percepção de agentes do mercado de capitais sobre os fatores que influenciam o investimento em BDRs, baseado em suas experiências.

O propósito deste estudo também é contribuir para um maior conhecimento dos BDRs no Brasil, em especial para aqueles que pretendem investir nesse ativo mobiliário, bem como, impulsionar através de suas conclusões novos estudos nessa área, pois mesmo com publicações de periódicos sobre o ativo BDR, até onde se sabe, não foi identificado nenhum estudo com as mesmas características desse trabalho. Para tanto, foi utilizado o uso do método misto, isto é, a combinação de dados obtidos por meio de métodos quantitativos e qualitativos. Os dados coletados por meio quantitativo foram através da aplicação de um questionário tipo *survey* pré-definido, quanto aos dados obtidos por meio qualitativo foram coletados, em parte, nos mesmos questionários, mas em sua maioria por meio de entrevistas face a face com os mesmos participantes que responderam o questionário. Os participantes da pesquisa foram indivíduos selecionados intencionalmente, que têm ou já tiveram contato com o ativo mobiliário objeto da pesquisa.

1.3. Estrutura do Texto

A estrutura desta pesquisa está organizado em seis capítulos de forma tradicional, sugerida por Collis e Hussey (2005). O primeiro capítulo é a introdução, no segundo capítulo é apresentado o referencial teórico que é focado no modelo e conceito de *Cross Listing*, tratando desde seu modelo, conceito, história, vantagens e desvantagens, experiências em outros mercados desenvolvidos e emergentes, além de estudos já realizados sobre DRs no Brasil e no mundo. No terceiro capítulo é abordado a metodologia da pesquisa mista, bem como, o método de obtenção de dados que descreve o procedimento, o questionário aplicado para obtenção dos dados quantitativos, o roteiro das entrevistas, a seleção dos entrevistados e o procedimento para análise dos dados e respostas. O quarto capítulo é dedicado a apresentação dos resultados dos questionários. No quinto capítulo é apresentado o resultado das entrevistas realizadas. O sexto e último capítulo é apresentado as conclusões, apontando as contribuições do estudos e suas limitações.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O aumento do fluxo de recursos (tangíveis e intangíveis) ocorreu nos mais diversos locais do mundo, como resultado da queda de barreiras geográficas e políticas. Também tem sido assim com recursos financeiros e o fluxo de capital (ERRUNZA e MILLER, 2000).

A internacionalização do capital, através de alternativas de investimento é uma área que recebe cada vez maior visibilidade nas discussões acadêmicas e já tem um corpo estruturado de pesquisa teórica (HYMER, 1972). Com a internacionalização sendo uma tendência global estratégica e com novos fluxos de capital, é fácil entender como a entrada de capital estrangeiro em uma organização pode influenciar as suas fontes de recursos desde o primeiro momento e, conseqüentemente, aos seus resultados finais. Assim, vários estudos têm buscado compreender o processo de internacionalização com a sua possível influência sobre a estrutura de capital (ALEXANDER, S. e JANAKIRAMANAN, 1998); (ERRUNZA e MILLER, 2000). Além disso, a busca por novas fontes de capital por parte de emissores estrangeiros, se insere nesse contexto.

2.1. Cross-listing

Cross-Listing (“Listagem cruzada”) - também referida como *Dual-Listing* – (“listagem dupla”), ou *International Listing* (“listagem internacional”), é a situação em que uma empresa lista suas ações em bolsa no Exterior (KAROLYI, 2006). Geralmente é uma escolha estratégica feita por uma empresa para listar secundariamente suas ações negociando em uma troca de mercado doméstico em um novo mercado no Exterior. Pode ou não incluir uma chamada de capital inicial ou secundária, mas envolve sempre muitos participantes do mercado de capitais, incluindo bancos de investimento, bancos depositários, agentes de custódia para coordenação de sistemas de compensação e liquidação, contadores, advogados e outros agentes do mercado de capitais.

Mais de 3.000 empresas estrangeiras têm seus ativos listados em mais de 40 bolsa de valores pelo mundo, onde *New York Stock Exchange* (NYSE), *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ), *London Stock Exchange* (LSE), e *London's Alternative Investment Market* (AIM) têm sido as principais bolsas a atrair emissores estrangeiros, conforme o processo de *Cross-Listing* (KAROLYI, 2010). Nos EUA, por exemplo, empresas estrangeiras listam suas ações na forma de *American Depositary Receipts* (ADRs) no

mercado organizado com liquidação centralizada como Nível II e Nível III de ADRs. Outras empresas também emitem ADRs no Nível I, no qual é negociado nos mercados de balcão (*Over-The-Counter Market* ou *OTC Market*), onde este não utiliza um mecanismo de negociação centralizado, em vez disso, compradores e vendedores negociam termos de forma privada (DUFFIE, GÂRLEANU e PEDERSEN, 2004).

2.2. Histórico Internacional

O processo de *Cross-Listing* por emissores estrangeiros nas bolsas norte americana acelerou durante a década de 1990, ocasionando uma grande busca dos mercado domésticos (mercados locais) para grandes centro de liquidez e exposição. O processo de *Cross-Listing* tradicionalmente tem sido explicado como uma tentativa de quebrar segmentação de mercado e aumentar a divulgação aos demais investidores, quando tal companhia emissora passa a ser listada em mais de um mercado. No entanto, a globalização dos mercados financeiros e das comunicações eletrônicas instantâneas tornam estas explicações cada vez mais ultrapassadas, conforme explicado por (COFFEE, 2002).

Especificamente, focando nos EUA, como sendo um dos maiores mercados financeiros, os emissores estrangeiros quando efetuam a listagem de suas ações nas bolsas norte americanas, têm suas ações transformadas em certificado de ações, chamado nos EUA de *American Depositary Receipts* (ADRs). Um ADR é um certificado negociável emitido por um banco depositário que representa a um número pré-determinado de ações ou ativos mobiliários de uma empresa estrangeira, que estão em depósito em um banco custodiante no mercado local das ações (GANDE, 1997).

Conforme Gande (1997), o primeiro ADR foi um programa não patrocinado, que é a listagem do ativo sem qualquer acordo formal com o emissor estrangeiro, emitido em 1927 da empresa *Selfridge Provincial Stores Limited*, onde o banco depositário foi *Guaranty Trust Company*, antecessora da *Morgan Guaranty Trust Company of Nova York*. Depois desse primeiro ADR, outros 17 programas de ADRs Não Patrocinados foram emitidos antes da “Grande Depressão” de 1929. Após esse marco histórico foi criada a *Securities and Exchange Commission* (SEC), que é uma agência federal dos Estados Unidos que detém a responsabilidade primária pela aplicação das leis de títulos federais e a regulação do setor de valores mobiliários, as ações da nação e opções de câmbio, dentre outros. Após a criação da SEC, foram emitidas novas leis e

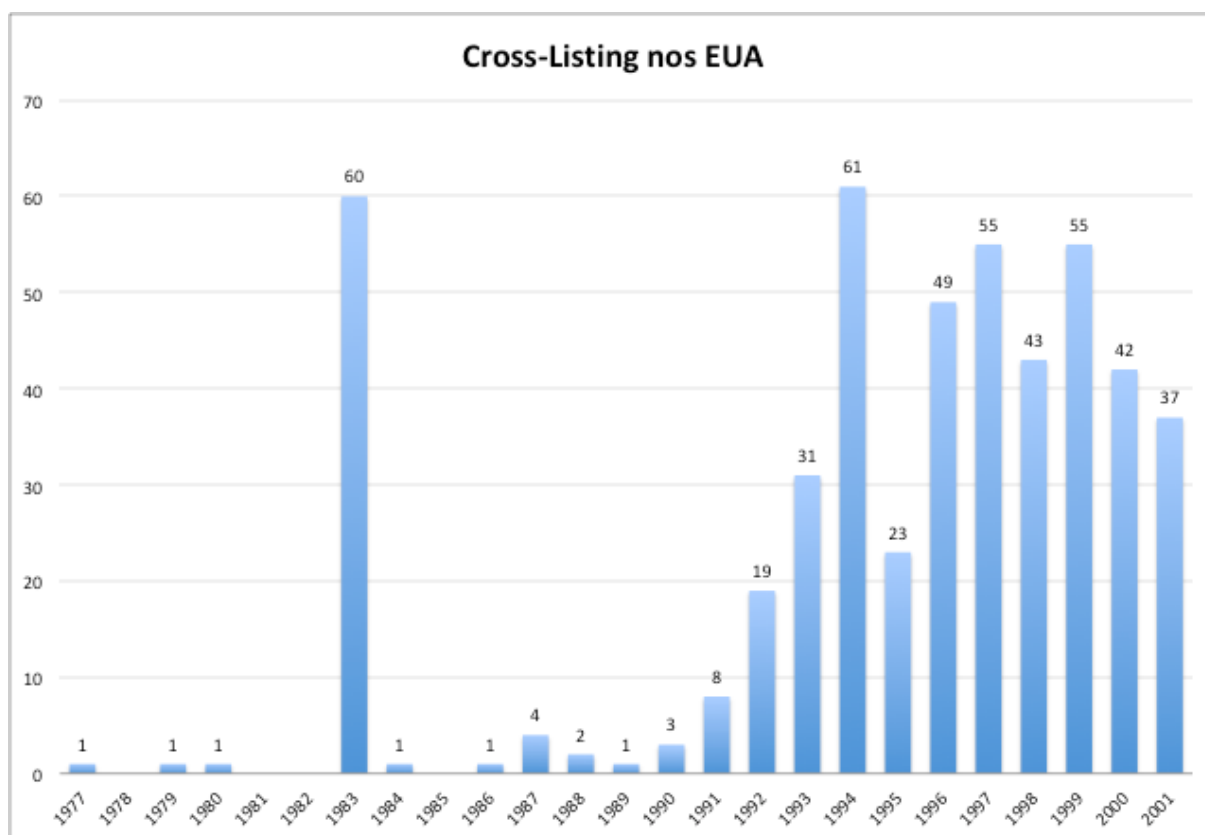
regulamentos o que resultou em uma grande dificuldade de novas emissões de empresas estrangeiras nas bolsas americana, onde até 1955 não houve nenhum ADR sendo lançado. A partir desse ano novas emissões de ADR foram surgindo lentamente devido ao grande interesse por parte dos emissores estrangeiros no mercado de ações dos EUA.

Antes dos anos 1990, o mercado de ADRs nos EUA era dominado por empresas de mercados desenvolvidos, como Austrália, Japão, Holanda, Suécia e UK. No entanto, de 1992 a 1995 as empresas emergentes de países como Argentina, Brasil, Chile, China, Indonésia e México, acessaram o mercado de ADR, correspondendo em 1995 por um terço dos ADRs listados (GANDE, 1997).

Apesar da popularidade dos ADRs no mercado na época, não havia muitas pesquisas nessa área (GANDE, 1997). Grande parte da literatura concentra-se no comportamento dos preços de mercado e efeitos de liquidez em torno de listagens, barreiras de investimento e suas implicações para custo de capital, diversificação internacional e oportunidades de arbitragem.

Um padrão inicial que foi observado pela primeira vez em 2006 foi que o ritmo acelerado de crescimento em *Cross-Listing* vistas em todo o mundo nos anos 90 havia desacelerado durante o início da década seguinte dos anos 2000 (KAROLYI, 2006). Esse estudo questionou, mas não pôde responder, se esse ritmo desacelerado era um evento transitório ou uma quebra estrutural importante, coincidente com as muitas forças macroeconômicas, políticas, regulatórias e institucionais globais em jogo nos mercados de ações.

Conforme Gagnon e Karolyi (2010), o pensamento sobre por que as empresas buscam as *Cross-Listing* evoluiu na última década. As primeiras contribuições concentraram-se nos efeitos de avaliação e liquidez da decisão de listagem e no impacto da listagem sobre a exposição global de risco de uma empresa e seu custo de capital. Esse foi o foco principal da primeira pesquisa monográfica de (KAROLYI, 1998). As pesquisas iniciais nas décadas de 1980 e 1990 sobre as reações dos preços das ações às decisões de *Cross-Listing* eram compostas de um número relativamente pequeno de eventos; foram usados retornos mensais de baixa frequência para medir as reações em longas janelas de eventos em torno da decisão (mais de dois anos); e usualmente os estudos examinavam empresas dos EUA que tinham como alvo mercados estrangeiros em Tóquio, Londres e Toronto. Conforme já mencionado, nos anos 80 e 90, os mercados dos EUA tornaram-se o mercado de *Cross-Listing* para muitas empresas de outros países. Veja no Gráfico 2 a evolução de *Cross-Listing* nos EUA no período de 1977 à 2001.

Gráfico 2 - Evolução de Cross-Listing nos EUA

Fonte: BNYMellon - Website Depositary Bank (BNYMELLON)

No gráfico é possível observar que no ano de 1983 houve lançamento de um grande número de programas de ADR nos EUA, onde de acordo com o website de *Depositary Receipts do BNYMellon*, 52 programas do total de 60 programas eram ADRs de empresas japonesas. Esse fenômeno ocorreu devido a entrada em vigor naquele ano de novas regras de listagem específicas para programas ADRs não patrocinados emitidas pela SEC. No entanto, as novas regras resguardam o direito de empresas japonesas e sul africanas manterem a sua listagem no ambiente de bolsa e não em balcão, a consequência disto foi fenômeno observado com a listagem de empresas japonesas naquele mesmo ano (KAROLYI, 2010); (GANDE, 1997).

O grande número de novos eventos, em conjunto com informações de mercado de capital de melhor qualidade disponíveis nesses mercados externos, levou a uma nova onda de estudos. Em particular, Foerster e Karolyi (1999) descobriram reações de preços de ações estatisticamente significativas de 1,15% no dia do anúncio de listagem cruzada; a subida de preços das ações pré cotação em termos econômicos de 10% e as quedas posteriores à cotação de 9%; e as reações mais dramáticas no preço das ações para um grande número de empresas

de mercados emergentes listadas nas principais bolsas de valores norte-americanas, nas listagens de nível *OTC Market* e em colocações privadas.

Nos estudos de Mittoo (1992), foi apresentado o aumento da liquidez como uma motivação primária para a busca de *Cross-Listing*. Os primeiros estudos confirmaram, usando dados de nível de transação rudimentares sobre spreads “bid-ask”, que a liquidez melhorou significativamente para as empresas na época de *Cross-Listing*.

Estudos realizados para identificar impacto das listagens de Londres ou Tóquio para empresas americanas não evidenciaram qualquer impacto mensurável (NORONHA, SARIN e SAUDAGARAN, 1996). No entanto, Foerster e Karolyi (1999), mostraram grandes aumentos nas transações diárias, volume de negociação e grandes quedas nos spreads diários, que às vezes foram afetados pelo grau de transparência entre os dois mercados que competem pelo fluxo de transações.

Com o crescimento e a expansão de *Cross-Listing* (e especialmente aquelas voltadas para os mercados norte-americanos durante a década de 1990), várias novas iniciativas de pesquisa ocorreram. Estes foram destacados no estudo de acompanhamento de (KAROLYI, 2006), mas eles estavam realmente apenas em seus estágios iniciais de desenvolvimento. A principal motivação para essas novas iniciativas foi a crescente insatisfação com a “sabedoria convencional” da hipótese de segmentação de mercado como uma justificativa para a escolha estratégica dessas empresas de *Cross-Listing*. Afinal, durante grande parte da década de 1990, as barreiras de investimento que poderiam ter mantido os investidores globais distantes dos mercados locais estavam sendo eliminadas pelas reformas de liberalização em todo o mundo. Ao mesmo tempo, o número de empresas que buscavam essas oportunidades estava crescendo ainda mais rápido e as reações positivas do mercado a seus anúncios de listagem cruzada não estavam diminuindo.

Ainda no âmbito internacional de *Cross-Listing*, conflitos entre administradores, grandes acionistas controladores e acionistas públicos devido a assimetrias de informações ou possíveis problemas de agência que poderiam influenciar na decisão de uma empresa realizar o *Cross-Listing* (STULZ, 1999). O motivo explicado foi que a administração pode não comunicar com credibilidade as notícias sobre as perspectivas futuras da empresa. O argumento de Stulz era que as empresas que enfrentavam tais problemas poderiam aliviar as preocupações de seus acionistas públicos “vinculando” a empresa a um ambiente institucional mais difícil do que em

seu país de origem de listagem, onde haveria melhor monitoramento por agentes do mercado de capitais, como banqueiros de investimento, analistas de pesquisa, investidores institucionais ativos, bem como, governança corporativa mais rigorosa, transparência e proteções legais e regulatórias. Daí o fator apontado pelos estudos de Stulz aumenta a hipótese que os EUA eram, portanto, um mercado-alvo lógico para *Cross-Listing*, devido as atividades de monitoramento intensificadas às quais as empresas poderiam se vincular e por causa do profundo mercado de capitais que as empresas poderiam acessar como prêmio. Argumentos semelhantes aos de Stulz foi apresentado por Coffee (2002), mas concentrado no rigor do ambiente legal, incluindo a pronta ameaça de ações coletivas e um braço de fiscalização bem estruturado da SEC.

2.3.ADRs - Tipos de Programas

Nos estudos de Gande (1997), foram apresentados três categorias ou formas de lançamento de ADR, sendo: (a) não patrocinado versus patrocinado com base no depositário, (b) programas públicos versus privados com base no local de negociação dos ADRs e (c) aumento de capital versus aumento de capital com base no objetivo da empresa estrangeira.

2.3.1. Programas de ADR não patrocinados versus patrocinados

Os programas não patrocinados são emitidos por um depositário em resposta à demanda do mercado por ações de uma empresa estrangeira, mas sem um acordo formal entre o depositário e a empresa estrangeira. Uma vez que um depositário crie um programa de ADR não patrocinado, é comum que outros depositários o sigam, criando inúmeras programas não-patrocinados. O benefício desse aumento da concorrência entre os bancos depositários e programas não patrocinados é que o desembolso relacionado as despesas administrativas para o lançamento dos ADRs são suportados pelos bancos depositários e não afetam o caixa da empresa, assim não afetando os dividendos pagos aos detentores de ADRs, diferentemente do caso de programas patrocinados em que a empresa que assume essas despesas para o lançamento do programa. A maioria dos ADRs não patrocinados é negociado no mercado de balcão (*OTC Market*). No entanto, existem alguns valores mobiliários e mercados que aceitam a listagem e negociação em bolsa de valor organizada (GANDE, 1997).

Todavia, os programas patrocinados são emitidos por um depositário exclusivo nomeado pela empresa estrangeira sob um contrato de depósito. De acordo com tais acordos, o banco depositário concorda em emitir certificados de ADR e o emissor concorda em pagar certos custos do depositário, como taxas de desembolso de dividendos e demais despesas que suportam o programa.

O depositário também vende direitos de subscrição não registrados nos EUA e distribui os recursos para detentores de ADRs, concedendo a esses detentores os benefícios de distribuições, como ofertas de direitos. Os depositários também concordam em distribuir avisos de assembleias de acionistas e instruções de voto, garantindo assim que os detentores de ADRs poderão exercer o direito de voto por intermédio do depositário em relação às ações depositadas. Além disso, o depositário geralmente concorda em fornecer comunicações aos acionistas e outras informações aos detentores de ADRs a pedido do emissor dos valores mobiliários depositados. Sujeito a negociação, o emissor estrangeiro também concorda em pagar as taxas administrativas do banco depositário (BANK OF NEW YORK, 1996).

2.3.2. Programa de ADR público versus privados

Os programas públicos de ADR constituem ADRs que são negociados no mercado de balcão ou listados na NYSE, AMEX ou NASDAQ. Esses programas públicos de ADR podem ainda ser classificados como programas de Nível I, II ou III, dependendo do objetivo da empresa estrangeira. Em contraste, os programas privados de ADR referem-se a ADRs colocadas em particular para compradores institucionais qualificados, que são qualificados na regulamentação da SEC pela Regra 144A ou *Rule 144A* (US SEC, 2013).

2.3.3. Programas com aumento de capital versus Programas com não aumento de capital

Caso o objetivo da empresa emissora seja emitir o programa ADR com ações já existentes para ampliar a base de acionistas, a empresa tem a alternativa de iniciar um programa nível I que tem por objetivo emitir ADRs em mercado de balcão, ou iniciar um programa nível II listando os ADRs diretamente em mercado de bolsa e cumprindo com as mesmas regras de uma empresa americana (GANDE, 1997). No entanto, Gande (1997) explica que caso a empresa deseja captar recurso com a emissão de novas ações, a mesma tem a opção de emitir um programa nível III,

listando os ADRs diretamente em mercado de bolsa, ou com uma programa de ADR *Rule 144A*, que é um programa privado e restrito para investidores institucionais qualificados (US SEC, 2013).

Negociação em mercado de balcão (Nível I): Este é o método mais simples para uma empresa estrangeira usufruir dos benefícios de um ADR negociado publicamente no mercado, sem alterar seu processo de divulgação de relatórios e comunicados no mercado, uma vez que a empresa emissora não fica registrada na SEC, apenas os ADRs (NASDAQ, 1996). Com isso a empresa emissora não detém nenhuma responsabilidade pelo registro dos ADRs, não tendo obrigação de cumprir com práticas contábeis aceitas nos EUA (US GAAP) ou qualquer divulgação completa da SEC. Assim, o que é necessário apenas é demonstração financeira em inglês e outras informações que já são exigidas em seu mercado local, sendo aceito pela SEC até em forma de resumo. No entanto, em comparação com os programas de ADR de nível II e III, os programas de ADR de nível I são menos líquidos e têm menos cobertura por analistas e pela imprensa financeira (BANK OF NEW YORK, 1996).

Listagem na bolsa (Nível II): As empresas que desejarem listar seus títulos em uma bolsa nos EUA usam este nível de classificação e programa. O procedimento de registro da SEC é semelhante ao de um programa de nível I. No entanto, o relatório e a divulgação da SEC são semelhantes a um programa de nível III, que são mais onerosos do que o de um programa de nível I. Além disso, o emissor estrangeiro também deve atender todos os requisitos de listagem da bolsa na qual seus ADRs estão listados (GANDE, 1997).

Aumento de capital e listagem em bolsa (Nível III): As empresas que desejam chamar capital no mercado internacional via ADR usam este nível de classificação e programa. Uma diferença importante de um programa de nível I em termos de registro é que tanto a ADR quanto a ação estrangeira lastro devem ser registradas na SEC. Isso exige a divulgação de praticamente as mesmas informações que seriam necessárias para uma oferta pública por uma empresa nos EUA. De um modo geral, cada nível mais alto de programa de ADR reflete o registro adicional e relatórios da SEC, onde conforme Gande (1997), também aumenta a atratividade dos ADRs para investidores institucionais e de varejo.

Regra de Colocação Privada 144A ou *Rule 144A*: De acordo com a regra 144A da SEC (US SEC, 2013), as empresas podem aumentar capital nos EUA através de colocações privadas de

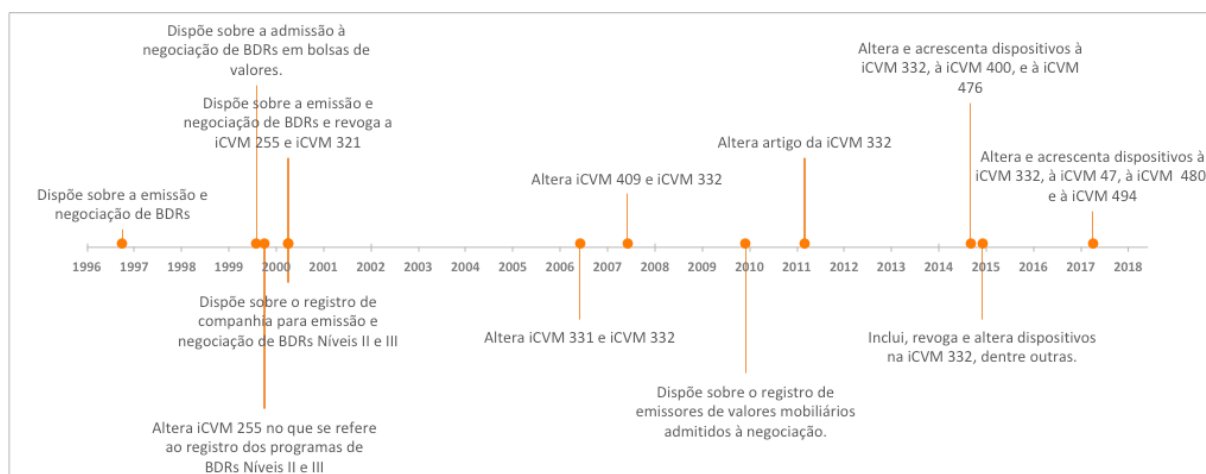
ADRs patrocinados para Compradores Institucionais Qualificados (QIBs – *Qualifiers Investors Buyers*), evitando assim o registro na SEC (ROYSTON, 1985).

2.4.Histórico no Brasil

Com a intensificação do processo de integração dos mercados no início dos anos 90, as negociações de ADRs se intensificaram. O primeiro marco regulatório no Brasil, referente a ADRs, ocorreu no ano de 1987 com a publicação do Anexo V, à Resolução no. 1289/87, que autorizou e disciplinou os investimentos de capitais estrangeiros em ações de empresas brasileiras pelo mecanismo de ADRs, e alterada posteriormente pela resolução no. 1927/92, publicada em 1992. Ambas emitidas pelo Banco Central do Brasil (BACEN), após decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Em 1996, com a busca do caminho oposto aos ADRs, o BACEN após de decisão da CMN regulamentou através da resolução no. 2318/96, os Certificados de Depósito de Valores Mobiliários (*Brazilian Depositary Receipts* - BDRs), com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior, com a intenção de atrair emissores estrangeiros a listarem suas ações no mercado brasileiro (MANDUCA, 2012).

No Gráfico 3, é possível observar a linha do tempo das instruções da CVM que impactaram os BDRs no Brasil, desde sua primeira edição até a sua última alteração. Esse gráfico foi construído com base em uma pesquisa do autor diretamente no website da CVM. No Apêndice A pode-se observar a lista da instruções e seus descritivos.

Gráfico 3 - Linha do tempo das instruções CVM para BDRs

Fonte: Website da CVM - (Instruções CVM)

Conforme mencionado por Manduca (2012), no ano de 2000, a regulamentação dos BDRs foi reformulada pela CVM, buscando melhor aderência das regras às práticas internacionais, além de focar na modernização de procedimentos operacionais, tornando viável assim, a entrada de empresas estrangeiras a se listarem na bolsa de valores.

2.4.1.BDRs – Tipos de Programas

Seguindo o mesmo padrão dos ADRs, os BDRs também possui classificações as quais segregam o tipo de programa, sendo os programas patrocinados nos níveis I, II ou III, e os não patrocinados permitido apenas no Nível I. A diferença entre as classificações visa buscar a segregação nos tipos de emissores estrangeiros, nível de aderências as regras do país em qual os certificados serão listados, bem como, o tipo investidor que poderá transacionar tal certificado. (BM&FBOVESPA, 2011)

2.4.1.1.BDR Não Patrocinado versus Não Patrocinado

Seguindo o modelo do mercado americano, os BDRs Patrocinados podem ser classificados como nível I, II ou III, e a companhia emissora dos valores mobiliários no Exterior deve contratar no Brasil uma instituição depositária, a qual será responsável por emitir os BDRs no mercado de capitais.

Assim após os BDRs emitidos, os mesmos podem ser negociados no mercado secundário através da plataforma de Bolsa de forma semelhante às ações de uma empresa brasileira listada. O investidor, que deseja adquirir o BDR, passa a deter indiretamente ações da companhia com sede em outro país, sem que tenha a necessidade de transferência de valores e conversão em outra moeda através de operação de câmbio, ou tenha que abrir uma conta em uma corretora estrangeira para realizar os trâmites de um investimento internacional. Embora assim, o investimento em BDRs Patrocinados é considerado pelos órgãos reguladores no Brasil como um investimento no Exterior. (BM&FBOVESPA, 2016)

No caso dos BDRs Não Patrocinados, a classificação é apenas Nível I e é a instituição depositária que emite os BDRs no mercado sem qualquer vínculo com a companhia emissora no Exterior. Neste caso, a instituição depositária também passa a ser responsável por divulgar ao mercado local as informações corporativas e financeiras das companhias estrangeiras emissoras das ações que estejam sendo utilizadas como lastros de seus BDRs. As companhias estrangeiras divulgam suas informações corporativas e financeiras de acordo com as regras a que estão submetidas no seu país de origem e a instituição depositária apenas acompanha e divulga estas informações no mercado brasileiro. Dessa forma, as emissoras dos valores mobiliários que lastreiam os BDRs Não Patrocinados, não são registradas na CVM e não adotam os padrões contábeis brasileiros, assim como não estão submetidas à legislação vigente no Brasil (BM&FBOVESPA, 2011).

Ao investir em BDR Patrocinado ou Não Patrocinado, o investidor deve considerar que mesmo que as compras e vendas sejam em reais, as cotações estão referenciadas em moeda estrangeira onde estão listados as ações lastro da empresa emissora. Assim, o investidor deve considerar que o mesmo estará exposto à variação cambial e seus resultados financeiros também dependerão da variação da moeda estrangeira em relação ao real (MANDUCA, 2012).

A instituição depositária tem como responsabilidade garantir que os BDRs emitidos no Brasil de fato estejam lastreados nos valores mobiliários emitidos no Exterior. Desta forma, a instituição depositária mantém uma conta em um custodiante no Exterior onde permanecem depositados e bloqueados os respectivos valores mobiliários utilizados como lastro dos BDRs. A instituição depositária deve garantir que não haja qualquer descasamento entre o saldo dos valores mobiliários no Exterior e dos BDRs emitidos (BM&FBOVESPA, 2011).

Conforme manual da BM&FBOVESPA (2011), na Tabela 1 é possível observar a comparação das regras aplicáveis aos programas de BDR Patrocinado nível I, II, e III.

Tabela 1 - BDRs Patrocinados

Principais características	Nível I	Nível II	Nível III
Registro do programa de BDRs pela instituição depositária emissora de BDRs perante a CVM	X	X	X
Negociação na BM&FBOVESPA (*)	X	X	X
Aquisição exclusiva por parte de investidores específicos	X		
Sujeição à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM	X	X	X
Registro de emissor estrangeiro perante a CVM, na categoria A		X	X
Oferta de distribuição pública de valores mobiliários (**)			X
Informações adicionais às exigidas no país de origem para o emissor estrangeiro.	X	X	X

(*) No caso de BDR Nível I, a negociação na BM&FBOVESPA será em segmento específico.

(**) Somente será registrado o programa de BDR Nível III quando for simultânea a distribuição de valores mobiliários no Brasil e no exterior.

Fonte: Guia BM&FBOVESPA - Regras de Listagem de BDRs. (BM&FBOVESPA, 2011)

Para ambos os programas patrocinados e não patrocinados, a CVM exige que os BDRs tenham lastro em valores mobiliários de companhias sediadas em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações com a CVM, ou que sejam signatários do Memorando Multilateral de Entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV (IOSCO, em inglês). Em pesquisa realizada pelo autor, observa-se na Tabela 2, a lista de países com acordo de cooperação com a CVM.

Tabela 2 - Países com acordo de cooperação CVM

País	Organismo
Africa do Sul	Financial Services Board (FSB)
Alemanha	Bundesaufsichtamt für den Wertpapierhandel (BAWe)
Argentina	Comisión Nacional de Valores (CNV)
Austrália	Australian Securities and Investments Commission (ASIC)
Bolívia	Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS)
Canadá	Autorité ; Des Marchés Financiers - AMF
Chile	Superintendencia Valores Y Seguros (SVS)
China	China Securities Regulatory Commission (CSRC)
Emirados Árabes Unidos	Securities & Commodities Authority - SCA
Equador	Superintendencia de Compañías
ESMA	ESMA - Autoridade Europeia para Valores Mobiliários e Mercados
Espanha	Comisión Nacional del Mercado de Valores - CNMV
Estados Unidos da América	Securities and Exchange Commission (SEC)
	Commodity Futures Trading Commission - CFTC
	Financial Industry Regulatory Authority - FINRA
França	Commission des Opérations de Bourse (COB)
Grécia	Ellhnikh Dhmo kratia Epitpoph Kefalaia goras (Hellenic Capital Markets Commission)
Hong Kong	Securities and Futures Commission (SFC)
Ilhas Cayman	Autoridade Monetária das Ilhas Cayman - CIMA
Índia	Forward Markets Commission of India - FMC
Israel	Israel Securities Authority - ISA
Itália	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa da Italia - CONSOB
Luxemburgo	Commission de Surveillance du Secteur Financier
Malásia	Suruhanjaya Sekuriti (Securities Commission (SEC))
México	Comisión Nacional Bancaria y de Valores - CNBV
OCDE	Organization for Economic Co-Operation and Development - OECD
Paraguai	Comisión Nacional de Valores - CNV
Peru	Comisión Nacional Supervisora de Seguros y Valores (CONASEV)
Portugal	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - CMVM
Romênia	Comissão Nacional de Valores Mobiliários da Romênia
Rússia	Serviço Federal do Mercado Financeiro da Rússia (FFMS)
Singapura	Monetary Authority of Singapore
Tailândia	Securities and Exchange Commission - SEC
Taiwan	Securities and Futures Commission

Fonte: Acordos Bilaterais - Website da CVM (Acordos Bilaterais)

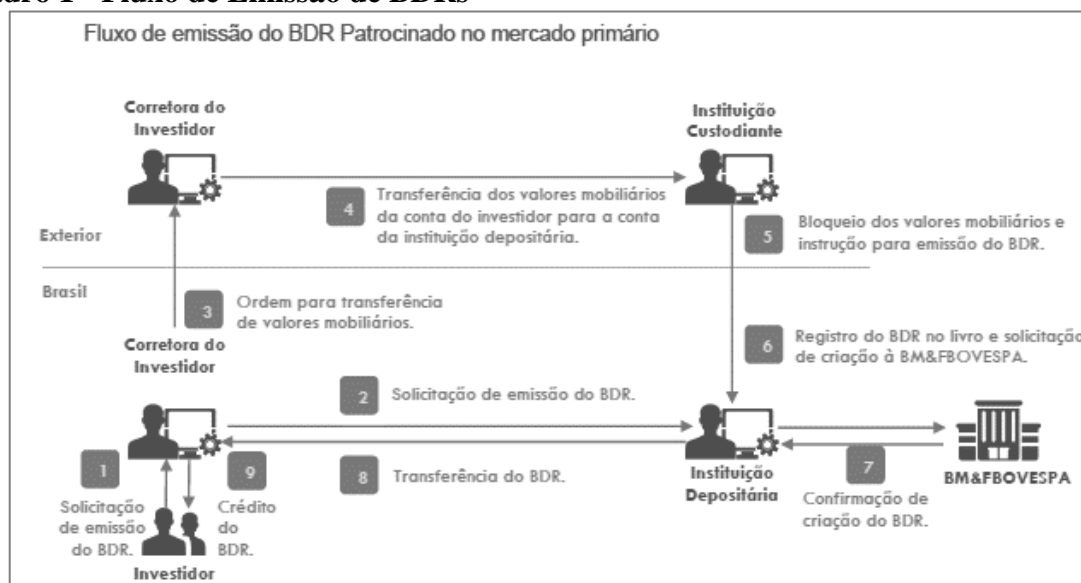
2.4.1.2.Emissão de BDRs

As instituições depositárias podem emitir ou cancelar os BDRs conforme a demanda dos investidores locais no mercado primário. Nesse caso, se um investidor solicitar a emissão de um BDR de uma companhia estrangeira, o mesmo deverá transferir os valores mobiliários que detém desta companhia no Exterior para a conta da instituição depositária também no Exterior, através de seu banco custodiante. Após esta transferência e verificação junto ao banco custodiante que o saldo do lastro é suficiente, a instituição depositária emitirá os respectivos

BDRs no Brasil, entregando-os em uma conta de custódia no mercado brasileiro indicada pelo investidor no momento da solicitação ou instrução de emissão (BM&FBOVESPA, 2016).

No Quadro 1 é possível observar o fluxo de emissão no mercado primário para BDR patrocinado, sendo o mesmo fluxo utilizado para o BDR não patrocinado.

Quadro 1 - Fluxo de Emissão de BDRs



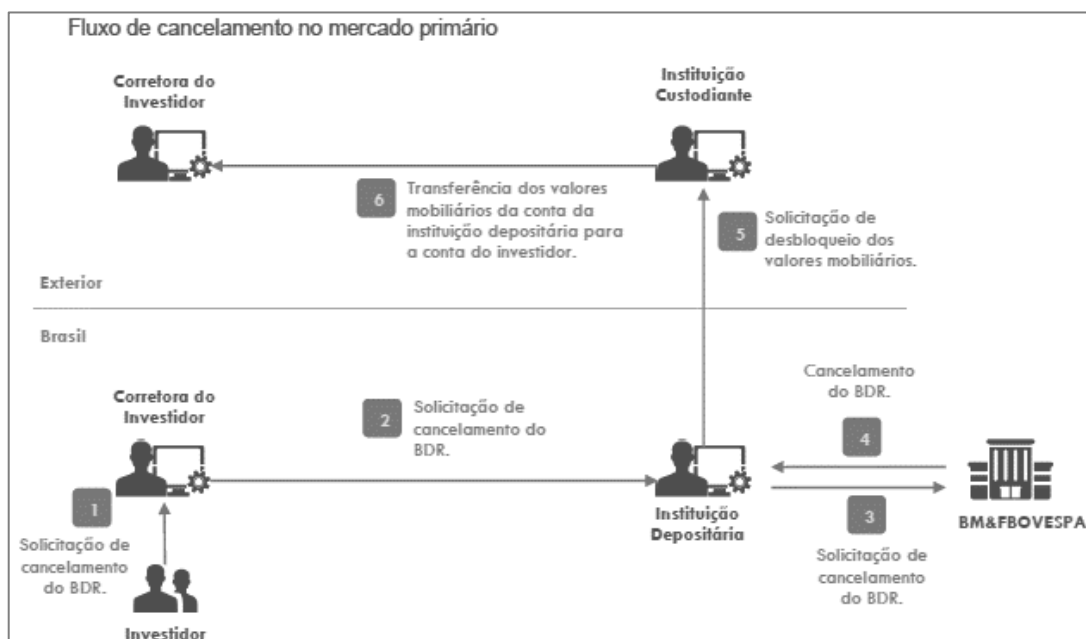
Fonte: Guia da BM&FBOVESPA - Renda Variável - *Brazilian Depositary Receipt*
(BM&FBOVESPA, 2016)

2.4.1.3. Cancelamento do BDR

Caso o investidor queira cancelar o BDR no mercado brasileiro e receber o ativo lastro no mercado onde a empresa emissora detém os ativos de origem listados, o mesmo deve solicitar o cancelamento através de sua corretora no Brasil à instituição depositária. Esta, por sua vez, desbloqueia e transfere os valores mobiliários equivalentes, utilizados como lastro para a conta do investidor em sua corretora no Exterior e cancela o BDR junto à Bolsa no Brasil. Desta forma, o investidor deixa de ter posição de BDR no Brasil e passa a ter posição de valores mobiliários em sua conta no Exterior (BM&FBOVESPA, 2016).

No Quadro 2 é possível observar o fluxo de cancelamento de BDR patrocinado no mercado, mas o mesmo fluxo se equivale para o BDR não patrocinado.

Quadro 2 - Fluxo de Cancelamento de BDRs



Fonte: Guia da BM&FBOVESPA - Renda Variável - *Brazilian Depositary Receipt*
(BM&FBOVESPA, 2016)

Por fim, entre ADRs e BDRs existem muitas semelhanças em suas características e tipo de programas e classificações, e as mesmas podem ser observadas na Tabela 3, conforme apresentado por Manduca (2012).

Tabela 3 – Diferenças e Semelhanças ADRs e BDRs

Características	ADR	BDR
País de Emissão	EUA	Brasil
Orgão regulador	SEC / Bolsas Americanas	CVM / BOVESPA e Banco Central
Moeda	USD	BRL
Padronização de Normas Contábeis	USGAAP* para nível II e III	não há
Nível I	Isenção às regras da SEC. Sem captação de recursos pela empresa emissora. Ações já devem existir no mercado secundário. Negociação no mercado de balcão e negociação por investidores institucionais qualificados (volume mln. de USD 100 mm)	Isenção as regras da CVM, nem de informações adicionais as já disponíveis ao país de origem. Negociação em mercado de balcão não organizado. Adquirido somente por instituições financeiras com PL superior a R\$ 5 mm.
Nível II	Sob as normas da SEC. Listagem nas bolsas americanas. Não permite levantamento de novos recursos.	Negociados em bolsas de valores. Não precisa ser registrado na CVM.
Nível III	Sob as normas da SEC. Listagem nas bolsas americanas. Permite levantamento de recursos.	Sob as normas da CVM. Permite a captação de recursos novos no mercado interno, desde que também seja distribuída no exterior.

* princípios contábeis norte-americanos

Fonte: Manduca (2012)

2.5.Vantagens e Desvantagens

Quanto a esse tópico existe literaturas e estudos que abordam sobre o tema de vantagens e desvantagens de *Cross-Listing* em diversos mercados, com o foco nas empresas emissoras a ponto de abordar itens como redução de custo de capital (MILLER e ERRUNZA, 2000), exposição da companhia emissora (GANDE, 1997), novas fontes de recurso, dentre outros. Assim como as vantagens e desvantagens para investidores, abordando itens como: diversificação, alternativas de investimento e demais.

2.5.1.Companhias Emissoras

Peng & Su (2012), aborda em seu trabalho, que determinar o escopo da empresa é uma das questões mais fundamentais em gestão estratégica e negócios internacionais. Com isso, o estudo que fizeram foi focado em visões baseadas em recursos e em instituições, e as estenderam para abordar a questão sobre como o *Cross-Listing* afeta o escopo da empresa, em especial em empresas emergentes, prevendo que o *Cross-Listing* poderia resultar em um escopo de produto mais restrito a curto prazo, um escopo de produto mais amplo a longo prazo, um escopo geográfico expandido geral e uma maior propensão a participar de fusões e aquisições no país anfitrião.

Com base em uma visão focada em recursos, quando uma empresa realiza o *Cross-Listing* a mesma tem uma alta em perfil se equiparando a empresa de economias desenvolvidas, o que a diferencia em seu mercado local e difícil de ser emitido por outras empresas. No ano de 1997 as avaliações de empresas estrangeiras listadas nos Estados Unidos eram 17% mais altas do que suas concorrentes no mercado local não listadas em bolsa no mesmo país (DOIDGE, KAROLYI e STULZ, 2004).

Dessa forma, Karolyi (2010) explica que apesar dos desafios para a empresa cumprir com o nível de exigências dos órgão reguladores nos EUA, as empresas estrangeiras que conseguem fazer a sua listagem na NYSE é recompensada, onde suas avaliações passaram a ter 37% mais altas do que os grupos comparáveis de empresas locais no mesmo país.

Nos estudos realizados por Reese & Weisbach (2002), para empresas de países emergentes cujas regulamentações financeiras e padrões de governança corporativa do país de origem não

são tipicamente de classe mundial, o *Cross-Listing* em mercado desenvolvidos reflete em um compromisso de aderir a regulamentações mais rigorosas e de nível mais alto.

Com referência em pesquisas financeiras, Stulz (1999), afirma em seu trabalho que o *Cross-Listing* reduz os custos de capital melhorando a governança corporativa das empresas. Além disso, no caso de benefícios econômicos, o *Cross-Listing* não apenas traz financiamento mais abundante e de menor custo, mas também facilita o crescimento da empresa para novos produtos de mercado (KHURANA, MARTIN e PERIERA, 2008). Por outro lado, em termos de custos burocráticos, o *Cross-Listing* impõe despesas de listagem não triviais, processos administrativos e custos de conformidade legal (PENG e SU, 2012).

Por outro lado, as empresas listadas em outros mercados sofrem com a responsabilidade de publicações devido as desvantagens na avaliação da informação nos mercados locais, onde no curto prazo, esses custos provavelmente serão significativos, mas no longo prazo, esses custos podem ser gradualmente absorvidos (BELL, FILATOTCHEV e RASHEED, 2012).

2.5.2. Risco e Retorno

Para estimar a mudança no custo de capital ao ter uma ativo listado em outro mercado, seria importante entender o mercado de origem e global, de modo que se o mercado de origem é muito segmentado do mercado global, a empresa seria precificada de acordo com o tradicional CAPM (ERRUNZA e MILLER, 2000), sendo a Equação 1:

$$E(R_i) = R_f + A_i M_i \text{Cov}(R_i, R_f),$$

Equação 1

Ao introduzir a dupla listagem a empresa teria um preço de integração global. Nesse caso, o CAPM na ausência de risco cambial, forneceria a seguinte relação de preços na Equação 2:

$$E(R_i) = R_f + AM \text{Cov}(R_i, R_w),$$

Equação 2

onde A é o coeficiente de aversão ao risco global agregado e $M(R_w)$ é o retorno do portfólio global, onde o retorno esperado dependeria do preço global do risco e do risco global de covariância.

Dessa forma, Errunza e Miller (2000), estimaram que o preço global do risco seja menor do que o preço do mercado de origem do risco, a carteira do mercado global seja menos volátil do que a carteira do mercado origem e os títulos sejam mais correlacionados dentro de um mercado do que entre mercados. Com isso, o retorno esperado de um título do mercado segmentado diminui quando ele realiza a dupla listagem como ADR que é precificado em um mercado integrado.

2.5.3. Evidências empíricas - Brasil

No Brasil as altas taxas de juros reais e nominais históricas ajudam a explicar a aversão e desinteresse na diversificação das carteiras e o investimento e posicionamento maior em títulos públicos. Isto é evidenciado tanto para investidores pessoas físicas quanto para investidores institucionais (WERTHEIMER, 2013). No entanto, os ciclos econômicos já apontaram que possivelmente as taxas de juros reais e nominais no Brasil convirjam para padrões internacionais, reforçando a ideia de alternativas de investimento.

Nesse contexto, os estudos de Wertheimer (2013), apresenta que durante muitos anos o mercado brasileiro foi fechado para investimentos internacionais, mas que devido a riscos políticos e de desvalorização da moeda no início da década de 90, começou um processo de abertura de contas no exterior (contas *offshore*), para investimento em ativos estrangeiros, com intuito de diversificação de riscos.

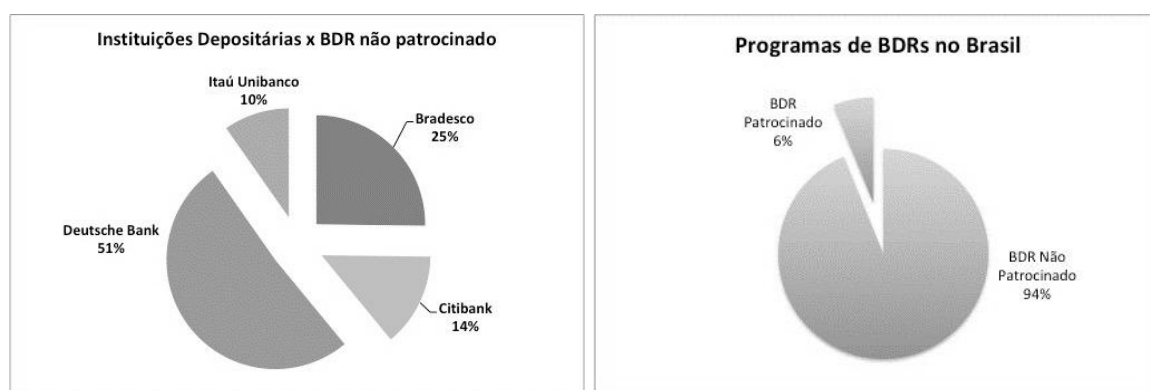
Daí em diante outras iniciativas e incentivos do mercado brasileiro provocaram a busca cada vez maior por internacionalização das carteiras de investimento no Brasil. Uma destas iniciativas foi a permissão em 2005 para fundos de investimentos locais investirem até 20% em ativos estrangeiros, podendo chegar até 100% nos modelos atuais (CONGO, 2015). Em paralelo, um outro canal de internacionalização de investimento na busca de internacionalização foi a listagem de BDRs na BM&FBOVESPA, com diferentes tipos e níveis de programa, sendo patrocinado (Nível I, II e III) e não patrocinado (Nível I) (ALENCAR, 2010).

Em relação aos BDRs, Manduca (2012), realizou um estudo de caso onde apresentou resultados de descolamento da valorização de preços após problemas financeiros evidenciados em uma empresa com BDRs listados na BM&FBOVESPA em 2008. Os estudos também apresentaram que entre 2004 à 2008, foram realizados no Brasil 116 IPOs (*Initial Public Offering*), totalizando um volume de mais de 48 bilhões de dólares, atraindo à esse cenário financeiro e

econômico favorável à época, um maior volume de listagem de BDRs na BM&FBOVESPA, o que ao final de outubro de 2011 haviam sido emitidos 46 novos programas de BDRs.

Atualmente na BM&FBOVESPA existe um total de 130 programas de BDRs listados, sendo que desse total 122 são programas não patrocinados, distribuídos entre 4 instituições depositárias. No Gráfico 4 é possível observar a distribuição no mercado em relação as instituições deposit[arias e programas de BDRs (BM&FBOVESPA).

Gráfico 4 - Instituição Depositárias e Programas de BDRs



Fonte: BDRs Não Patrocinados Listado - Mercado Internacional (BDRs) -
(BM&FBOVESPA)

Conforme manual de regras de listagem da BM&FBOVESPA (2011), um fator particular nesse processo foi as regras para abertura de programas não patrocinados estabelecidas na época. Essas regras além de imputar algumas responsabilidades para a instituição depositária, exigia que para uma instituição depositária emitir novos BDRs no mercado, a mesma deveria participar primeiramente de um leilão de preços para garantir um total mínimo de emolumentos que seriam revertidos para a BM&FBOVESPA, mesmo quando não houvesse um volume suficiente de negociações para atingir esse valor mínimo de emolumentos no mercado.

O vencedor desse leilão tinha direito de selecionar uma lista máxima e mínima de dez programas, ou seja, o mesmo poderia escolher dez empresas estrangeiras para serem listadas na bolsa de valores do Brasil, onde de acordo com a regra da época essas empresas deveriam ser listadas e negociadas na bolsa de valores dos EUA . Com isso, a partir de 2010 pode ser notado uma disputa entre as instituições depositárias para ter o direito de emitir os mais variados tipos de programas BDRs no mercado, afim de que pudessem explorar essa nova regra da

BM&FBOVESPA e abrir uma nova janela de oportunidades para os investidores no Brasil, como afirmou o diretor de produtos da instituição financeira Deutsche Bank na época, que o mercado de BDRs é gigante e iria superar a experiência em outros países (WESTPHALEN, 2010).

O Deutsche Bank foi o primeiro banco a lançar o primeiro lote de dez BDRs não patrocinados no Brasil, com a experiência de ter lançado produto semelhante em outros mercados, como no México, em 2003, onde até 2010 existiam naquele mercado um total de 583 empresas listadas, que representava aproximadamente 15% do volume médio diário do segmento internacional negociado na bolsa, e na Argentina, onde esse tipo de ativo mobiliário chegou a fatia de 18% das operações do mercado argentino (WESTPHALEN, 2010).

À época a BM&FBOVESPA também celebrava o lançamento dos BDRs não patrocinados com expectativas que até o final de 2011 existiram no mercado um total de 100 (cem) BDRs não patrocinados, conforme comentou o então diretor-presidente da BM&FBOVESPA que estava muito otimista sobre a negociação de BDRs não patrocinados e pela abertura do segmento internacional da BM&FBOVESPA, o que se tornava um marco importante no processo de globalização da Bolsa (WESTPHALEN, 2010).

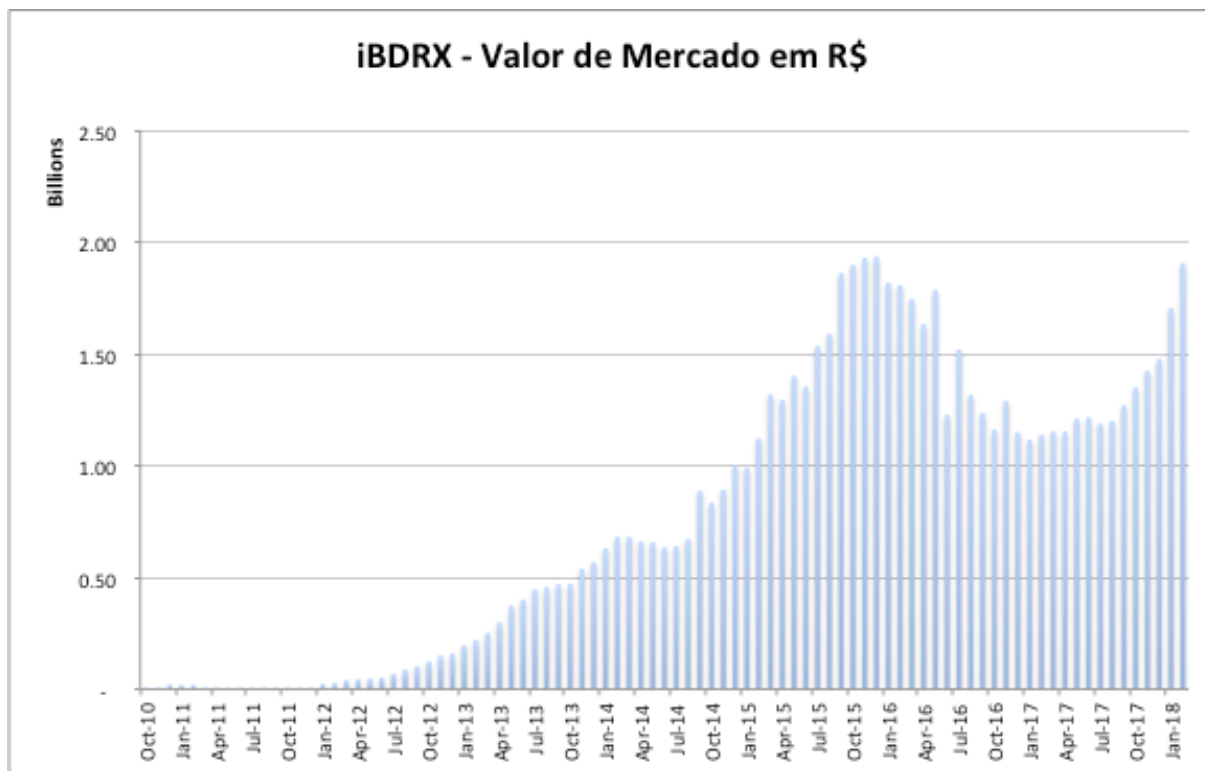
No entanto, após alguns meses do lançamento dos primeiros 40 programas não patrocinados foi observado que houve uma pausa de lançamento de novos programas, onde somente em abril de 2016, a BM&FBOVESPA atingiu o seu objetivo e alcançou a marca de 100 BDRs na bolsa, chegando a um total de 104, após o lançamento de dezenove novos programas em abril daquele ano (EXAME, 2016).

Ainda no âmbito de impulsionar o mercado de BDRs não patrocinado, a BM&FBOVESPA lançou em 2012 o primeiro índice de BDRs no mercado de capitais, o BDRX, o qual é uma carteira teórica de ativos composta por 100% dos BDRs não patrocinados na bolsa que possuem formador de mercado. A intenção da BM&FBOVESPA em lançar esse índice foi do BDRX ser o indicador do desempenho médio das cotações dos BDRs não patrocinados autorizados à negociação na BM&FBOVESPA (EPOCA NEGÓCIOS, 2012).

De acordo com o Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da BM&FBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2014), o BDRX é ponderado pelo valor de mercado da empresa em reais, com base na quantidade total de ações emitidas pela empresa, informada pelo emissor, adequada pela proporção ações e BDR, multiplicada pela cotação do BDR. A base do BDRX

foi fixada em 1.000 pontos na data de 05 de outubro de 2010. No Gráfico 5 observa-se o desempenho do BDRX em valor de mercado desde seu lançamento (BM&FBOVESPA, 2014).

Gráfico 5 - Índice BDRX Valor de Mercado



Fonte: Índice de BDRs Não Patrocinado (BM&FBOVESPA)

Entre os anos de 2013 e 2015, o índice BDRX apresentou os melhores resultados de crescimento, conforme as taxas anuais de crescimento do BDRX desde o seu lançamento. A taxa de crescimento refere-se à taxa média de variação do índice composta anualmente, entre dois períodos. Esta comparação de resultados pode ser observado na Tabela 4.

Tabela 4 - BDRX Resultados de Crescimento

Ano	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	BDRX Anual
2010									1.075,36
2011	11,7								1.201,13
2012	18,6	25,9							1.512,56
2013	27,9	36,9	48,8						2.250,83
2014	28,0	33,9	38,0	28,1					2.882,34
2015	32,5	38,3	42,6	39,7	52,3				4.389,63
2016	24,3	27,0	27,2	20,8	17,3	(9,7)			3.963,45
2017	24,3	26,5	26,6	21,6	19,5	5,8	24,1		4.916,94
2018	21,0	22,4	21,8	17,0	14,4	4,0	11,6	0,4	4.934,50

Fonte: Índice de BDRs Não Patrocinados – BM&FBOVESPA Website (BM&FBOVESPA)

Embora diversos estudos abordem o tema *Cross-Listing* nos mercados, através de listagem de emissores estrangeiros em outros mercados, nenhum desses estudos aprofundou o assunto relacionado aos BDRs, considerando que o mercado de capitais do Brasil é um mercado considerado emergente. Além disso, não houve nenhuma análise qualitativa sobre os agentes do mercado, que pudesse explicitar questões secundárias, as quais poderiam impactar o uso desse ativo no mercado.

Sendo assim, essa é lacuna que esse estudo pretende preencher, ou seja, analisar através da metodologia escolhida, a percepção dos agentes de mercado de capitais frente a fatores que possam influenciar o investimento em BDRs pelos investidores no mercado de capitais no Brasil.

3. METODOLOGIA

Para atingir o objetivo de responder à questão de pesquisa, foi realizado um estudo tipo *survey*, com o uso do método misto, que combina abordagens quantitativas e qualitativas, pois o uso de apenas uma abordagem seria insuficiente para tratar o objetivo da pesquisa, que visa entender com base nas experiências dos participantes os fatores que influenciam o investimento em BDRs no Brasil. Segundo Creswell (2010), o método misto permite a combinação de múltiplas fontes de dados (questionário e entrevistas) e o foco no significado que os participantes dão à questão de pesquisa em todo o processo (percepção).

De acordo com Creswell (2010), é importante mencionar sobre as conexões entre o pesquisador e os participantes. Por tanto, embora o pesquisador atualmente atue em tempo integral sobre o setor objeto dessa pesquisa, mercado de capitais, o mesmo tem uma relação indireta com os participantes da pesquisa, uma vez que o pesquisador atua em uma instituição financeira, que invariavelmente está inserida nesse estudo.

Ainda conforme Creswell (2010), a pesquisa envolve a intersecção de três componentes fundamentais: (i) concepção filosofia, (ii) estratégias de investigação, e (iii) métodos específicos.

- i. Concepção filosófica – são orientações gerais sobre o mundo e sobre a natureza defendida pelo pesquisador, moldadas pelo um conjunto de crenças básicas, que guiam a ação e servem para auxiliar a justificar o método de pesquisa (CRESWELL, 2010). Dessa forma, nesse trabalho a concepção que foi utilizada foi a construtivista social, confiando o máximo possível nas visões que os participantes tem da situação a qual esta sendo estudado.
- ii. Estratégica de investigação – é a direção específica aos procedimentos em um projeto de pesquisa (CRESWELL, 2010). Para este estudo a estratégia de investigação foi o estudo de caso, devido seu caráter de explorar profundamente um produto específico inserido no mercado de capitais no Brasil.
- iii. Métodos específicos – O terceiro elemento refere-se aos métodos de pesquisa, que envolvem as formas de coletas, análise e interpretação dos dados, que os pesquisadores propõem para seus estudos (CRESWELL, 2010).

Este trabalho não teve por objetivo a elaboração de uma tese sobre métodos de alocação de ativos baseado em modelos teóricos já aplicados, tais como: estratégias fundamentais, estratégias de valor relativo, estratégias táticas, estratégia orientada a eventos, estratégia de negociação, métodos econométricos ou estatísticos (BERD, 2012).

3.1. Coleta De Dados

A coleta de dados foi realizada através de questionário tipo *survey* e entrevistas pessoais com os participantes. A seleção dos participantes da pesquisa foi de forma intencional, e para as entrevistas foi priorizado entrevistas face a face, a fim de obter todas as percepções, seguindo um roteiro pré-estabelecido, com base no questionário já respondido para aprofundar o entendimento das respostas. Para tanto, foi também elaborado um formulário em blocos para auxiliar nas entrevistas e anotar de forma criteriosa todas as impressões e percepções. Foi solicitado aos participantes a gravação em áudio para que todas as informações fossem capturadas na íntegra, onde aos participantes que não concordaram com a gravação em áudio, as informações foram capturadas através de um formulário dividido de acordo com os blocos do questionário.

3.1.1. Grupos de participantes

Para coleta de dados do questionário e entrevistas, os participantes foram divididos em dois grupos. O Grupo 1 foi formado por profissionais que atuam em três específicos ramos de atividade, sendo: Corretoras, Gestão de Ativos e Investidor Profissional. O Grupo 2 foi formado por profissionais que atuam em três outros ramos de atividade, sendo: Banco de Investimento, Instituição Depositária e Escritório de Advocacia.

A formação do Grupo 1 considerou as atividades profissionais que estão diretamente ligadas a negociação de ativos no mercado de capitais. Quanto ao Grupo 2, foi considerado as atividades que estão relacionadas às três entidades específicas que prestam serviço de estrutura para o mercado, principalmente quando se trata de BDRs. O Grupo 1 também pode ser classificado como *front* e o Grupo 2 como *back*.

O objetivo dessa divisão foi capturar a percepção dos profissionais dentro desses dois grupos, e depois cruzá-las para identificar se há associação do ramo de atividade em que o profissional atua versus as respostas capturadas da variável (questão) pesquisada. Essa relação é importante

ser observada, pois a depender do ramo de atividade, poderia haver mudança de percepção e comportamento entre os profissionais.

3.1.2. Coleta de dados do questionário

O questionário (Apêndice B) foi elaborado com perguntas fechadas e abertas em quatro partes, onde em sua maioria as perguntas eram fechadas, totalizando 25 questões. A primeira parte do questionário, das questões de 1 a 5, foram direcionadas para obtenção de dados pessoais e profissionais dos participantes da pesquisa, como:

- a) Idade (em faixas etárias);
- b) Gênero (masculino, feminino, e outros);
- c) Formação (graduação, pós-graduação, mestrado, e doutorado);
- d) Experiência Profissional (faixas de 5 a 15 anos); e
- e) Cargo (analista, coordenador, gerentes, superintendente, diretor, e outros para especificar).

Ainda na primeira parte do questionário na questão 6, o participante deveria selecionar o ramo de atividade em que o mesmo atua, sendo possível a escolha de:

- a) Corretora;
- b) Gestão de Ativos;
- c) Investidor Profissional;
- d) Banco de Investimento;
- e) Instituição Depositária; e
- f) Escritório de Advocacia

Essa dado é relevante, pois corrobora na diferenciação entre os grupos 1 e grupos 2.

Na segunda parte do questionário, questões de 7 a 10, foi coletado a percepção dos participantes referente ao mercado brasileiro, abordando questões de regulamentação, inovação, maturidade

do mercado brasileiro frente a mercados desenvolvidos, e o impacto da regulação sobre os DR – *Depository Receipts*. Para essas questões foi utilizado a escala Likert de 5 pontos (1 representando “discordo totalmente” e 5 representando “concordo totalmente”), para capturar o grau de concordância ou discordância em relação a determinado item pesquisado (APPOLINÁRIO, 2007).

A terceira parte das questões 11 a 13, foi coletado dados específicos para investigar o nível a experiência dos participantes referente aos *Depository Receipts* e aos BDRs. Além disso, foi coletado a percepção dos participantes baseado em suas experiências quanto ao nível de complexidade dos BDRs. Esta última questão também foi avaliada utilizando a escala Likert de 5 pontos (1 representando “discordo totalmente” e 5 representando “concordo totalmente”), para avaliar o grau de concordância ou discordância.

Por fim, na quarta parte do questionário foi coletado as respostas relacionadas diretamente ao objetivo da pesquisa, onde na questão 14, foi questionado aos participantes qual o público alvo dos BDRs no mercado brasileiro, com base em uma pré-seleção de quatro tipos possíveis, baseado nos relatórios e folhetos do ativo emitidos pela BM&FBOVESPA. No entanto, como alternativa de resposta livre a mesma questão tinha uma opção do participante selecionar a opção “outro” e apontar um tipo específico de público alvo. Esta questão buscou responder a problemática sobre o universo de investidores que este ativo mobiliário é direcionado e o resultado dessa questão foi abordado posteriormente nas entrevistas.

Nas questões de 15 a 24, foi coletado as respostas dos possíveis fatores selecionadas pelo autor que poderiam influenciar o uso dos BDRs no mercado, sendo:

- a) aderência dos investidores para compra do ativo;
- b) conhecimento do ativo;
- c) nível de risco;
- d) regulação;
- e) tributação; e
- f) liquidez.

Além disso, foi coletada a percepção dos participantes quanto a maturidade dos BDRs no Brasil, além de questionar se o investimento em BDRs é vantajoso na perspectiva do investidor e da empresa emissora. O grau de interesse do mercado sobre o lançamento de mais BDRs no Brasil também foi capturado nesta parte do questionário. Essas questões de 15 a 24, foram escalonadas na escala de Likert de 5 pontos (1 representando “discordo totalmente” e 5 representando “concordo totalmente”). Ainda na quarta parte, foi feita uma última pergunta, questão 25 aberta para coletar do participante uma opinião geral sobre os BDRs no mercado.

3.1.3. Procedimento de coleta de dados

Conforme Vergara (2009), existem limitações do questionário como instrumento de coleta de dados, considerando o baixo índice de respostas. Nesse caso, para eliminar essa limitação foi selecionado intencionalmente um número de participantes específicos, distribuídos em 2 grupos, sendo o Grupo 1, formado por corretoras, gestores de ativos e investidor profissional. Grupo 2, formado por banco de investimentos, instituições depositárias e escritórios de advocacias especializados em mercado de capitais, onde o contato foi feito pessoalmente para que os mesmos retornassem com os questionários respondidos. Além disso, nesse momento também era realizado o contato para o agendamento da entrevista pessoal pós recebimento do questionário respondido.

Esse instrumento de pesquisa tem outra limitação, que quando uma questão não é totalmente compreendida, o pesquisador não consegue realizar nenhuma intervenção. Desse modo, afim de minimizar esse problema foi realizado um pré-teste do questionário com cinco outros participantes escolhidos aleatoriamente de forma presencial para que todos os ajustes no questionário fossem realizados antes do envio final aos participantes da pesquisa (CRESWELL, 2010).

O número de participantes da pesquisa pode ser considerada outra limitação, onde foi escolhido intencionalmente 50 participantes, considerando que tratam-se de profissionais que atuam nessa atividade de mercado de capitais, no mínimo com cinco anos de experiência. No entanto, esse limitação é superada pois a seleção intencional dos participantes ou dos locais melhor ajudam o pesquisador a entender o problema e a questão de pesquisa (CRESWELL, 2010).

O público alvo para distribuição do questionário entre os grupos 1 e 2, foi de (40%) para o

grupo 1 e (60%) para o grupo 2, sendo que o questionário foi entregue (20%) de forma física e (80%) de forma eletrônica, via e-mail, com link para página web especializada em *surveys* (*Survey Monkey*), conforme Tabela 5.

Tabela 5 - Coleta de Questionários

Grupos	Público alvo¹	% distribuição
Grupo 1	20	40%
Grupo 2	30	60%
Total	50	100%

Formato do questionário	Quantidade²	% distribuição
Questionário físico	10	20%
Questionário eletrônico	40	80%
Entrega de questionários	50	100%

Nota:
1 - Quantidade total e percentual do público alvo selecionado para participar da pesquisa
2 - Quantidade total e percentual do formato do questionário distribuído

Fonte: Autor

3.1.4. Análise dos dados

A análise de dados foi feita após a coleta de dados e baseada na escala de Likert somado das anotações baseadas no roteiro de entrevista pré-estabelecida com as perguntas abertas. Após a organização e preparação dos dados para análise, foi realizado a análise dos resultados separadamente por blocos do questionário, também foi analisado um conjunto de itens somados para obter um valor total. Através dessa análise de resultado, foi possível pontuar as respostas em cada uma das questões e trabalhar em um intervalo de respostas com o grau de impacto dos fatores observados.

A análise das respostas do questionário focou primeiramente em realizar uma adequação das respostas referente ao campo de informações gerais, sendo o campo cargo, uma vez que o mesmo tinha um campo aberto (outros) de livre texto. Em seguida foi analisado as respostas dos outros blocos, identificando argumentos mais fortes voltados para o objetivo da pesquisa

(de maior concordância entre os respondentes) e mais fracos (de menor concordância) com base na criação de gráficos e tabelas, de modo a ser possível a comparação dos dados coletados de forma percentual por bloco de questões.

A análise das respostas coletadas na questão 6, foi utilizada para corroborar e cruzar com a seleção intencional realizada pelo autor, confirmando a segregação entre os grupos 1 e 2. O retorno obtido na coleta dos questionários pode ser observado na Tabela 6.

Tabela 6 - Retorno dos Participantes

Grupos	Ramo de atividade	Público alvo ¹ % dist.		n amostra ²	% amostra ³
Grupo 1	Corretora	8	40%	7	41%
	Gestão de Ativos	8	40%	6	35%
	Investidor Profissional	4	20%	4	24%
Total - Grupo 1		20	100%	17	
Grupo 2	Banco de Investimento	8	27%	7	30%
	Instituição Depositária	14	47%	10	43%
	Escritório de Advocacia	8	27%	6	26%
Total - Grupo 2		30	100%	23	
Total dos participantes		50	100%	40	80%

Nota:

1 - Público Alvo: Total de questionários enviados por ramo de atividade

2 - Número da Amostra: Total de questionários respondidos por ramo de atividade

3 - Percentual da Amostra: Percentagem dos questionários respondidos por ramo de atividade, dividido pelo total de cada grupo

Fonte: Autor

Os resultados coletados das questões de 15 a 24, que aprofundou o estudo de caso sobre os possíveis fatores que podem influenciar o investimento em BDRs no mercado, foi analisado utilizando a escala de Likert de 5 pontos (1 representando “discordo totalmente” e 5 representando “concordo totalmente”), onde a maior pontuação considerou o maior grau de impacto. Na comparação do nível de impacto entre os fatores investigados, foi utilizado o método estatístico Chi-Quadrado, que teve o objetivo de testar as hipóteses quanto a dispersão das respostas e a associação entre os grupos 1 e 2. Além disso, para facilitar a interpretação foram construídos tabelas e gráficos com as comparações percentuais.

Ao final, foram analisadas os comentários da última questão, o qual era aberta e pedia a opinião

geral dos participantes referente aos BDRs, buscando um vínculo de questões anteriores, bem como, contribuindo para refinar o resultado da pesquisas com informações adicionais ao caso. Esses comentários contribuíram para a análise final das questões anteriores.

Com base nas análises realizadas, foi possível obter uma interconexão com os temas abordados na pesquisa, e assim auxiliou para uma melhor compreensão e interpretação dos dados sobre o estudo de caso pesquisado.

3.1.5. Coleta de dados das entrevistas

As entrevistas complementaram a coleta de dados realizada através do questionário, pois foram extraídas todas as percepções dos participantes. Conforme Vergara (2009), as entrevistas são úteis quando se quer obter informações que estão “dentro do indivíduo”, que dizem respeito a experiências vividas, quando se busca captar a subjetividade inerente a todo ser humano.

As entrevistas foram previamente agendadas para obter o máximo de detalhes e observações possíveis, porém devido a limitação de agenda e horário, algumas entrevistas não foram conduzidas pessoalmente (face a face), e nesses casos foi agendado um horário para realização da entrevista por telefone.

O roteiro da entrevista (Apêndice C) foi elaborado pelo próprio autor e segue o mesmo roteiro do questionário, porém com uma visão mais ampla e onde o pesquisador pode conduzir o participante durante a coleta de dados e extrair todas as percepções.

3.1.6. Instrumento de coleta

Foi elaborado um roteiro de entrevista (Apêndice C) com base nas respostas dos questionários que incluiu: introdução, onde era realizada uma breve apresentação do pesquisador e a pesquisa; desenvolvimento, com algumas questões para discussão com os entrevistados; fechamento, para esclarecimento de dúvidas; e por fim agradecimentos e encerramento. Foi solicitado a gravação em áudio para permitir a transcrição de toda entrevista, porém nem todos os participantes permitiram a gravação, sendo nesse caso utilizado um relatório de observação para capturar as informações.

3.1.7. Procedimento de coleta

Na Tabela 7 observa-se que a entrevista foi realizada com um total de 25% dos participantes que também responderam o questionário, ou seja, um total de 10 entrevistados. O motivo relatado pelos demais participantes para não participarem das entrevistas foi disponibilidade de tempo. Deste total de 10 entrevistados, 50% dos entrevistados foi do grupo 1 e 50% do grupo 2.

Tabela 7 - Coleta dos entrevistados

Grupos	Ramo de atividade	n amostra ¹	% amostra	n entrevistas ²	% perc. ³
Grupo 1	Corretora	7	18%	2	20%
	Gestão de Ativos	6	15%	2	20%
	Investidor Profissional	4	10%	1	10%
	Total - grupo 1	17	43%	5	50%
Grupo 2	Banco de Investimento	7	18%	1	10%
	Instituição Depositária	10	25%	3	30%
	Escritório de Advocacia	6	15%	1	10%
	Total - grupo 2	23	58%	5	50%
Total dos participantes		40	100%	10	25%

Nota:

1 - Número da Amostra: Total de questionários respondidos por ramo de atividade

2 - Número de Entrevistas: Total entrevistados por ramo de atividade

3 - Percentual de entrevistas: Percentagem dos entrevistados por ramo de atividade, dividido pelo total de cada grupo

Fonte: Autor

3.1.8. Análise dos dados qualitativos

Conforme sugerido por Creswell (2010), a análise do resultado das entrevistas foi por meio do método de análise de conteúdo, partindo de questões específicas para conclusões gerais e envolvendo níveis múltiplos de análise, sendo:

- (1) leitura completa para obtenção de uma percepção geral;
- (2) releitura para codificação e organização do material em segmentos de texto;
- (3) geração de pequeno número de categorias; e
- (4) interpretação e extração de significado dos dados agrupados.

4. RESULTADO DOS QUESTIONÁRIOS

Este capítulo é dedicado a apresentar os resultados obtido através do questionário entregue aos participantes e coletados durante a pesquisa.

4.1. Perfil dos participantes

Na Tabela 8 é apresentado o perfil geral dos respondentes, onde 67,5% foram homens e 32,5% mulheres, sendo que deste total 70% tem entre 30 a 45 anos de idade. Em relação a grau de formação acadêmica, a maioria tem pós-graduação, chegando um percentual total de 50% dos respondentes. Quando analisado a experiência de mercado, 90% dos respondentes têm mais de 5 anos de experiência em mercado de capitais, e deste total 60% tem cargos de gestão. O ramo de atividade está distribuído em 42,5% entre corretoras, gestores de ativos e investidor profissional, classificados como grupo 1, e 57,5% entre bancos de investimento, instituição depositárias e escritórios de advocacia, classificados como grupo 2.

Tabela 8 - Perfil dos Participantes

<i>Categoria</i>	<i>n respostas</i>	<i>% respostas</i>	<i>Categoria</i>	<i>n respostas</i>	<i>% respostas</i>
Gênero			Cargo		
masculino	27	67,50%	Analista	6	15,00%
feminino	13	32,50%	Trader	4	10,00%
outro	0	0,00%	Gerente	12	30,00%
	40	100,00%	Coordenador	8	20,00%
			Superintendente	2	5,00%
			Diretor	2	5,00%
			Advogado	6	15,00%
				40	100,00%
Idade			Ramo de atividade		
menos de 25 anos	1	2,50%	Corretora	7	17,50%
25 - 30 anos	7	17,50%	Gestão de Ativos	6	15,00%
30 - 35 anos	8	20,00%	Investidor Profissional	4	10,00%
35 - 40 anos	13	32,50%	Banco de Investimento	7	17,50%
40 - 45 anos	7	17,50%	Instituição Depositária	10	25,00%
acima de 45 anos	4	10,00%	Escritório de Advocacia	6	15,00%
	40	100,00%		40	100,00%
Formação Acadêmica			Coleta de respostas		
Graduação	15	37,50%	Grupo 1	17	42,50%
Pós-Graduação	20	50,00%	Grupo 2	23	57,50%
Mestrado	4	10,00%		40	100,00%
Doutorado	1	2,50%			
	40	100,00%			
Experiência Profissional					
até 5 anos	4	10,00%			
5 - 10 anos	12	30,00%			
10 - 15 anos	15	37,50%			
mais de 15 anos	9	22,50%			
	40	100%			

Fonte: Autor

4.2.Experiência em mercado de capitais

A percepção dos profissionais quanto ao mercado de capitais brasileiro, quando somado as respostas de concordância (“concordo” e “concordo totalmente”), apresenta que 82,5% dos participantes concordam que o mercado de capitais é altamente regulado. Essa é uma informação relevante, pois sinaliza que regulação é uma característica forte do mercado de capitais no Brasil.

Quando os participantes foram questionados sobre inovação no mercado de capitais, observa-se que somando as respostas de concordância (“concordo” e “concordo totalmente”), um percentual de apenas 32,5% concordam que o mercado brasileiro é inovador. Nesse caso, apenas com essa informação, não há evidências suficientes para concluir quanto ao motivo desse baixo resultado.

Na questão que compara o mercado de capitais brasileiro em relação a outros mercados desenvolvidos, apenas 40% do total dos respondentes concordaram que o mercado brasileiro é extremamente maduro quando comparado com tais mercados desenvolvidos. Este resultado sinaliza que existe espaço para um amadurecimento do mercado de capitais no Brasil.

A questão que introduziu o tema de *Depositary Receipt*, aponta que 65% dos respondentes afirmam que a regulamentação impacta diretamente esse tipo de ativo mobiliário, o que pode estar relacionado a primeira pergunta desse bloco de questões, referente a regulamentação do mercado de capitais no Brasil. Na Tabela 9 é possível observar a distribuição geral desses resultados, conforme os dados coletados.

Tabela 9 – Percepção baseada na experiência dos participantes em relação ao mercado de capitais

	n respostas ¹	% perc. ²	Média Ponderada ³
O mercado de capitais brasileiro é altamente regulado.	33	82,5%	4,3
O mercado de capitais no Brasil é inovador.	13	32,5%	3,0
O mercado de capitais no Brasil é extremamente maduro comparado com mercados desenvolvidos	16	40,0%	3,4
A regulamentação impacta diretamente os Depositary Receipts	26	65,0%	3,7

Nota:

1- Soma da quantidade de respostas de concordância ("concordo" e "concordo totalmente")

2- Soma do percentual das respostas de concordância ("concordo" e "concordo totalmente")

3- Média ponderada do total de respostas, considerando a escala Likert de 5 pontos

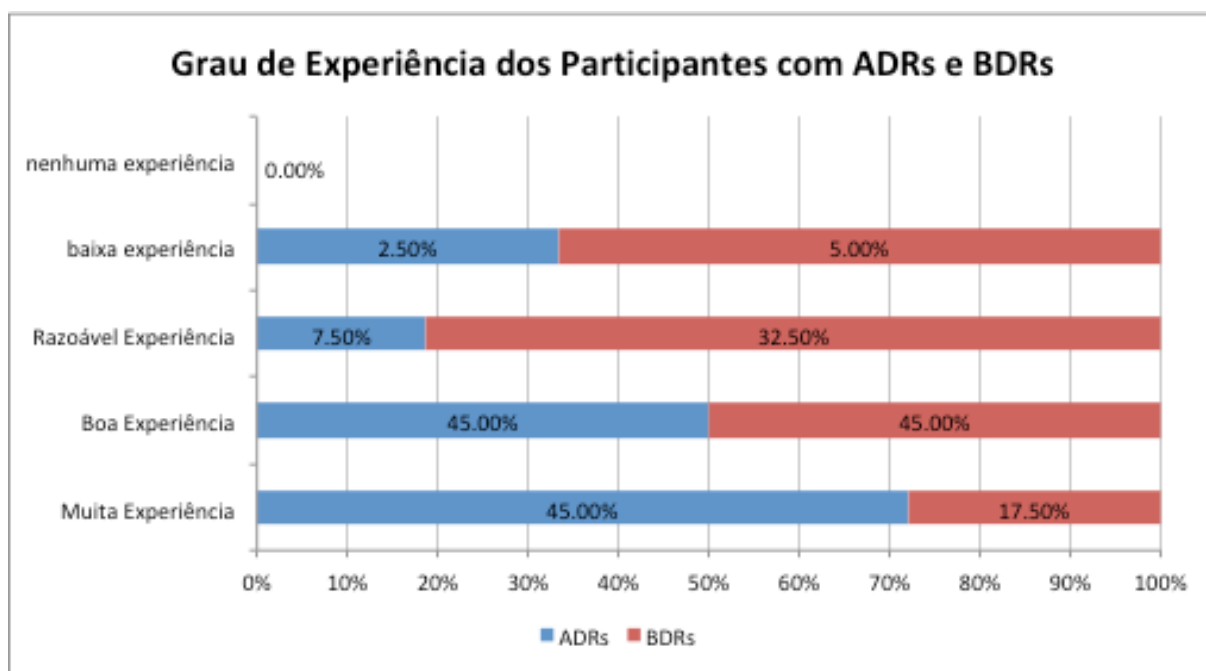
Fonte: Autor

4.3.Experiência com ADRs e BDRs

Identificar o grau de experiência dos respondentes referente aos BDRs é relevante, pois corrobora com o peso da pesquisa e sua contribuição acadêmica, conforme já explicado no capítulo de metodologia deste estudo. Dado isso, observa-se no Gráfico 6, que o grau de

experiência dos participantes com ADRs é maior quando comparado com as experiências com BDRs. Isto aponta que embora os dois ativos mobiliários sejam semelhantes em suas características, o grau de envolvimento dos participantes com BDRs é menor. Entretanto, todos os respondentes afirmam que já tiveram experiência com BDRs, visto que a opção “nenhuma experiência” não foi respondida por nenhuma participante da pesquisa.

Gráfico 6 – Grau de Experiência dos Participantes com ADRs e BDRs



Fonte: Autor

4.4. Público alvo dos BDRs

A questão que buscou a percepção dos respondentes quanto ao público alvo que os BDRs são destinados, 42,5% apontam que o público alvo dos BDRs são os fundos de investimento. Além disso, quando somado com 30% referente a opção de investidor institucional, o percentual aumenta e chega a 72,5%. Com base nesse resultado, pode se dizer que o BDR é direcionado aos grandes investidores do mercado de capitais.

Na Tabela 10, é possível observar essa distribuição relacionada ao público alvo, conforme a percepção dos participantes da pesquisa.

Tabela 10 - Público alvo dos BDRs

Qual o público alvo dos BDRs?	n respostas¹	% respostas²
investidor pessoa física	3	7,50%
investidor qualificado	8	20,00%
investidor institucional	12	30,00%
fundos de investimento	17	42,50%
outros. Especifique	0	0,00%
Nota:	40	100%

1- Quantidade de respostas recebida dos participantes
2- Percentual considerando o total de participantes para cada opção de tipo de investidor
Cada participante tinha até 5 opções de resposta, conforme tabela

Fonte: Autor

4.5. Fatores que influenciam os BDRs

A partir da avaliação em blocos do questionário, é possível observar que com base na percepção dos respondentes os principais fatores que influenciam o investimento em BDRs são:

- a) nível de aderência do investidor para investir em BDRs
- b) nível de conhecimento dos BDRs
- c) nível de risco de investimento em BDRs
- d) regulação restritiva para negociação com BDRs

Na Tabela 11 estão os resultados obtidos das questões que trataram esses itens. Na questão que tratou da aderência do tipo do investidor, o resultado obtido foi de 82,5% do total dos respondentes que concordam e concordam totalmente com essa afirmação. Ao analisar as respostas abertas entre os grupos 1 e 2, é possível afirmar que não existe relação entre as respostas obtidas e ao tipo de respondente, pois o grupo 1 obteve um total de 94,1% e o grupo 2 um total de 73,5%, ou seja, independente do grupo o resultado segue o mesmo padrão.

A questão referente ao nível de conhecimento dos BDRs obteve um resultado percentual de 87,5%, daqueles que concordam e concordam totalmente com a influencia desse item. Ao analisar a resultado aberto entre os grupos 1 e 2, é possível afirmar que não existe diferença entre os grupos, pois para o grupo 1 o percentual foi de 76,5% e 95,7% para o grupo 2.

A questão que buscou a percepção dos respondentes quanto a influência do nível de risco para investir em BDR, o resultado foi de 72,5% daqueles que concordam e concordam totalmente

com essa afirmação. Vale ressaltar que quando comparado o resultado entre os grupos 1 e 2, houve uma diferença entre os resultados, a qual pode ser observada na Tabela 11.

O item de maior concordância entre os grupos foi quanto a regulação restritiva para o investimentos em BDRs no mercado de capitais, onde o resultado foi de 88,2% do grupo 1 e 82,6% do grupo 2, daqueles que concordam e concordam totalmente com essa afirmação.

Para esse bloco de questões não foi possível implementação do teste Chi-Quadrado, pois os resultados dos valores esperados do teste foram menores que 5, e de acordo com a metodologia estatística do modelo Chi-Quadrado, isso inviabiliza seu resultado estatístico.

Tabela 11 - Fatores de impacto por grupo

	grupo 1 ¹	grupo 2 ²	total ³
O nível de aderência dos investidores influenciam na negociação dos BDRs	94,1%	73,9%	82,5%
O nível de conhecimento dos BDRs influenciam na negociação do ativo no mercado	76,5%	95,7%	87,5%
O nível de risco em investimento em BDRs influencia na negociação	52,9%	87,0%	72,5%
A regulação é restritiva para negociação com BDRs	88,2%	82,6%	85,0%

Nota:

1- Soma do percentual de resposta "concordo" e "concordo totalmente", apenas do grupo 1

2- Soma do percentual de resposta "concordo" e "concordo totalmente", apenas do grupo 2

3- Soma percentual considerando o total de respondentes em relação a cada item, independente do grupo

Cada respondente tinha até 5 opções de resposta, baseado na escala Likert

Fonte: Autor

Ao analisado o resultado referente aos impactos tributários, este foi o fator com maior divergência entre os grupos, sendo que 88,2% do grupo 1 concordam com essa afirmação mas apenas 26,1% do grupo 2. Com base neste resultado, pode-se dizer que o impacto tributário é um fator sensível para os respondentes grupo 1, dado as atividades de negociação executadas pelos respondentes deste grupo, porém o mesmo não foi observado para o grupo 2.

A questão que buscou a percepção dos respondentes quanto a influência da liquidez dos BDRs para negociação desse ativo no mercado, foi o fator que obteve o menor percentual entre total dos respondentes, com um total de 30%. Ao observar os grupos de forma isolada, o resultado

obtido foi de 17,6% para o grupo 1 e 39,1% para o grupo 2, daqueles que concordam ou concordaram totalmente¹

Na Tabela 12, é possível observar os resultados desse bloco de questões e a distribuição percentual.

Tabela 12 – Fatores de impacto por grupo

	grupo 1 ¹	grupo 2 ²	total ³	p-value ⁴
Impactos tributários influenciam a negociação em BDRs	88,2%	26,1%	52,5%	n/a ⁵
A liquidez dos BDRs influenciam na negociação do ativo no Brasil.	17,6%	39,1%	30,0%	0,0241

Nota:

- 1- Soma do percentual de resposta "concordo" e "concordo totalmente", apenas do grupo 1
 - 2- Soma do percentual de resposta "concordo" e "concordo totalmente", apenas do grupo 2
 - 3- Soma percentual considerando o total de respondentes em relação a cada item, independente do grupo
 - 4- Resultado do teste Chi-Quadrado para avaliar a relação da variável resposta e o grupo de respondente
 - 5- Não aplicável devido o resultado esperado do teste Chi-Quadrado ser menor que 5, o que invalida o teste
- Cada respondente tinha até 5 opções de resposta, baseado na escala Likert

Fonte: Autor

Por fim, com base nos resultados pode-se dizer que a regulação restritiva para negociação de BDRs o nível de conhecimento dos investidores a são os principais fatores atribuídos pela percepção dos respondentes de ambos os grupos com maior alinhamento de concordância quanto a influência do investimento em BDRs.

Entretanto, deve-se também considerar a aderência dos investidores e o nível de risco como fatores de influência, pois quando analisado o resultado de forma geral, o percentual de concordância quanto a esses itens também são altos.

4.6. Grau de maturidade e interesse de mercado

Os resultados quanto a percepção ao grau de maturidade dos BDRs no Brasil, apontam de forma unanime que nenhum dos respondentes consideram que os BDRs já atingiram a maturidade no

¹ Para esse item foi possível realizar o teste Chi-Quadrado, que apresentou evidência significativa de diferença entre as respostas dos grupos ao nível de 2,5%.

mercado de capitais. Essa resposta sinaliza que o BDR é um ativo mobiliário recém lançado e/ou com espaço para se consolidar no mercado, ou seja, chegar a sua maturidade

Na Tabela 13 é possível observar que referente ao interesse do mercado para lançamento de mais BDRs no mercado, há uma grande divergência entre os grupos 1 e 2, sendo que 64,7% do grupo 1, concordam que há interesse de lançamentos de mais BDRs, e nenhum respondente do grupo 2 aponta esse interesse. Isso pode ser explicado pelo tipo de respondente que compõe cada grupo, sendo que no grupo 1 estão as atividades ligadas a negociação de mercado, o que sugere um contato direto com investidores que sempre buscam um maior número de instrumentos e opções no mercado de capitais para investimentos. Entretanto, os ramos de atividade ligados ao grupo 2, não tem esse contato direto com investidores no mercado e consequentemente tem uma percepção diferente.

Tabela 13 - Grau de maturidade e interesse de mercado

	grupo 1¹	grupo 2²	total³
Os BDRs já atingiram um alto grau de maturidade no mercado.	0,0%	0,0%	0,0%
O mercado tem alto interesse em lançamentos de mais BDRs	64,7%	0,0%	27,5%

Nota:

1- Soma do percentual de resposta "concordo" e "concordo totalmente", apenas do grupo 1

2- Soma do percentual de resposta "concordo" e "concordo totalmente", apenas do grupo 2

3- Soma percentual considerando o total de respondentes em relação a cada item, independente do grupo

Cada respondente tinha até 5 opções de resposta, baseado na escala Likert

Fonte: Autor

4.7. Vantagem para Investidor e Empresa emissora

As questões direcionadas para análise das vantagens para investidor e empresas emissoras estrangeiras quanto ao investimento em BDRs, observa-se uma divergência das respostas entre os grupos quanto a percepção dos participantes quanto as vantagens para os investidores. Na visão do grupo 1, 82,4% considera sim vantajoso o investimento em BDRs, porém apenas 17,4% do grupo 2. Esse resultado pode ser explicado pelo ramo de atividade de profissional que compõe cada grupo, dado que no grupo 1 estão as atividades ligadas a negociação do ativo e

que buscam sempre valorização da carteira e melhores resultados. Isso também aponta que os BDRs apresentam bons resultados, devido a percepção desse grupo.

Na questão específica de vantagens para as empresas emissoras quanto ao lançamento de BDRs no mercado, apenas 20% do total dos respondentes consideram vantajoso a emissão de BDRs no Brasil. Quando analisado os grupos de forma isolada, 47,1% do grupo 1 considera sim vantagens para as empresas, mas nenhum respondente do grupo 2 considera vantagens para empresa. Em análise final destas duas questões, é possível observar que o percentual total é baixo quanto as vantagens para empresa e investidores, o que sugere que exista fatores relevantes que influenciam esse resultado a serem aprofundados.

Na Tabela 14, pode ser observado esses resultados e abertura em percentual.

Tabela 14 - Vantagem para Investidor e Empresa Emissora

	grupo 1¹	grupo 2²	total³
O investimento em BDRs na perspectiva do investidor é vantajoso	82,4%	17,4%	45,0%
A emissão de BDRs no Brasil na perspectiva da empresa emissora é vantajosa	47,1%	0,0%	20,0%

Nota:

1- Soma do percentual de resposta "concordo" e "concordo totalmente", apenas do grupo 1

2- Soma do percentual de resposta "concordo" e "concordo totalmente", apenas do grupo 2

3- Soma percentual considerando o total de respondentes em relação a cada item, independente do grupo

Cada respondente tinha até 5 opções de resposta, baseado na escala Likert

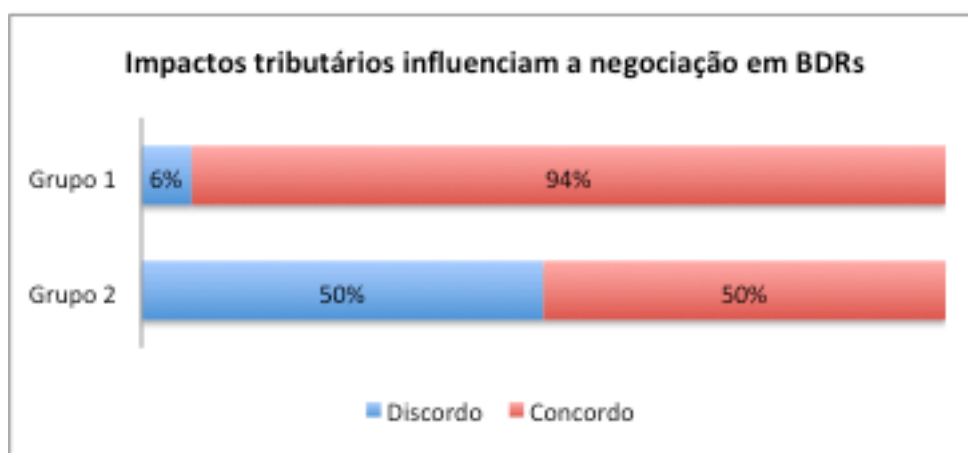
Fonte: Autor

4.8. Análise de relação entre grupos

Além do teste Chi-Quadrado, também foi analisado a relação entre os grupos quanto as respostas de cada um dos fatores das questões de 15 a 24, e após análise foi observado que os fatores como: tributação, liquidez, vantagem do investidor, vantagem da empresa emissora, e interesse de lançamento de mais BDRs, apresentaram uma relação significativa quanto ao grupo de respondente da pesquisa, ou seja, os resultados das respostas estavam diretamente relacionados ao tipo do grupo que à respondeu.

No Gráfico 7, é possível observar que não há um ponto de equilíbrio entre os grupos quando analisado o impacto da tributação sobre a negociação dos BDRs, ou seja, as respostas são significativamente proporcionais ao tipo de grupo de respondente. Este resultado apresenta que o fator tributação é um fator sensível para os profissionais do grupo 1, isto pode ser explicado pelo fato desses profissionais estarem ligados à atividades de negociação, buscando sempre os melhores resultados dos investimentos.

Gráfico 7 – Relação de impacto tributário sobre os BDRs

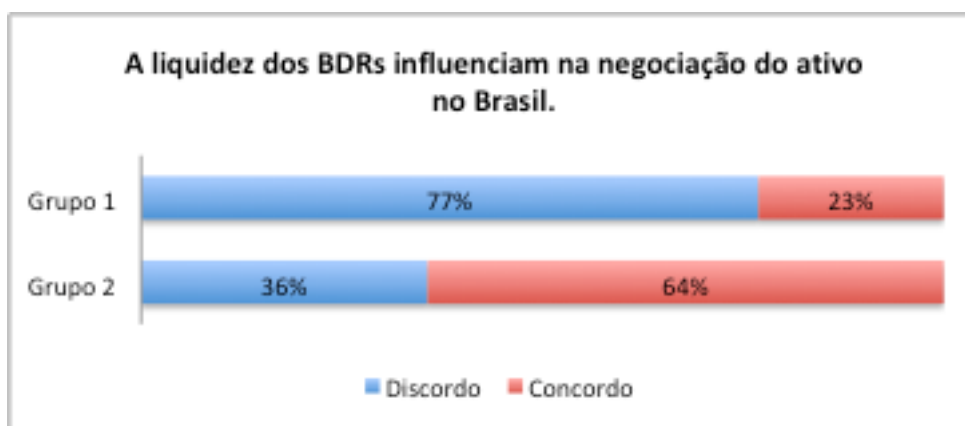


Fonte: Autor

O mesmo é o observado no Gráfico 8, quando analisado o impacto da liquidez dos BDRs na negociação do ativo. Neste caso, quando questionado o grupo 1, as respostas que foram coletadas apontam que a liquidez não é um fator que impacta a negociação, porém as respostas divergem quando comparado com o grupo 2. Assim, pode-se dizer que existe uma relação deste resultado ao tipo de grupo respondente da pesquisa.

O resultado referente a esse item pode ser explicado, devido os profissionais do grupo 1 estarem ligados a atividade de negociação, ou seja, sempre oferecendo liquidez ao mercado de capitais. No entanto, os profissionais de estrutura não têm essa visão de negociação de mercado, tendo uma visão mais distante desse ambiente de negociação.

Gráfico 8 – Relação de impacto da liquidez sobre os BDRs



Fonte: Autor

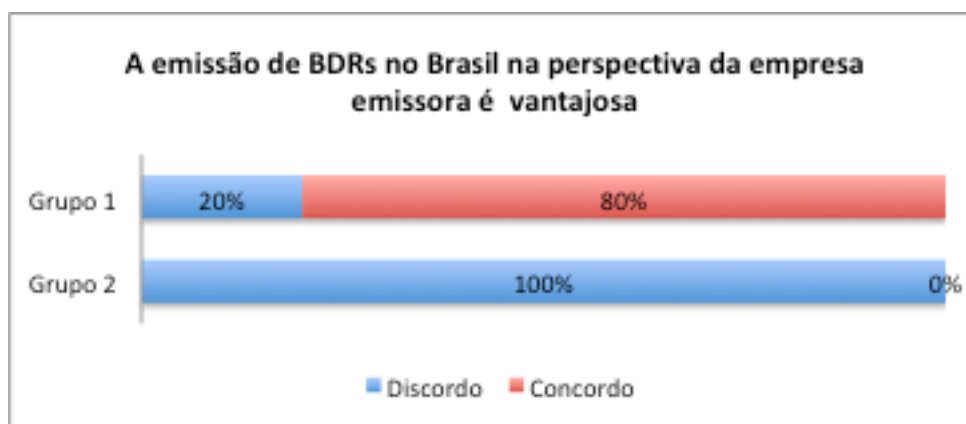
O item de maior relação significativa entre aos grupos de respondente foi observado nas questões sobre as vantagens para o investidor; vantagens para as empresas emissoras; e se o mercado tem interesse no lançamento de mais BDRs. Nos Gráficos 9, 10 e 11 é possível observar que não há um ponto de equilíbrio no resultado das respostas entre os grupos, o que entende-se que as vantagens para o investidor, as vantagens para empresa e o interesse em lançamento de mais BDRs no mercado, estão diretamente relacionados ao tipo de grupo respondente.

Gráfico 9 – Relação de vantagem para o Investidor



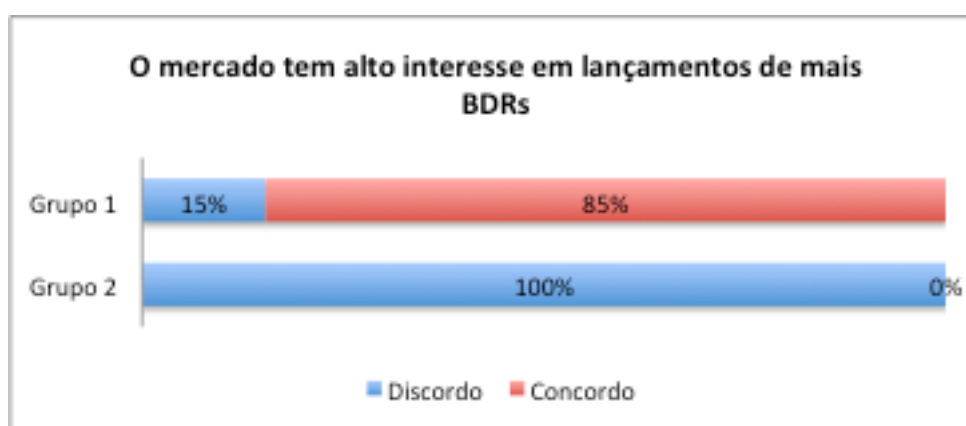
Fonte: Autor

Gráfico 10 – Relação de vantagem para empresa



Fonte: Autor

Gráfico 11 – Relação de interesse de lançamento de BDRs



Fonte: Autor

4.9. Comentários gerais sobre os BDRs

Observando os comentários recebidos dos respondentes no questionário, foi realizado os vínculos dos comentários e as questões respondidas do questionário. As mesmas corroboram com os resultados, bem como apontam algumas descobertas.

Para uma melhor análise, os comentários foram agrupados em itens da seguinte forma:

- a) Regulamentação;
- b) Custo e complexidade de participação; e
- c) Mercado

O fator de maior influência percebido nos comentários foi a regulamentação (item a), sendo observado em 80% dos comentários. Neste caso, a regulamentação para investimento em BDRs foi percebida como restritiva. Inclusive, alguns participantes deram exemplo que mudanças para facilitar a entrada de pessoal física nesse mercado, poderia impulsionar esse instrumento.

[...] a regulação da CVM para BDRs deveria ser mais flexível para permitir a participação do investidor pessoa física.

(Respondente do Grupo 1)

[...] a regulamentação impõe que o investidor pessoa física que tenha intenção de adquirir BDRs não patrocinados em Bolsa, deva ter um mínimo de até R\$ 1 milhão investido em mercado de capitais, e isso restringe muito a negociação.

(Respondente do Grupo 2)

O item custo e complexidade de participação desse mercado (item b), também apareceram nos comentários, e isso foi vinculado pelos participantes ao tipo do investidor. O custo e complexidade para aquisição de BDRs é alto, dado que a negociação não se restringe ao mercado brasileiro, uma vez que em alguns casos para venda ou compra do ativo tenha a necessidade de negociar o papel em seu mercado de origem, o que impõe ao investidor a contratação de uma corretora internacional para executar essa ordem. Além disso, também foi observado os fatores que envolvem a emissão e o cancelamento dos BDRs.

[...] o investidor que pretende arbitrar esse mercado deve ter posição no Brasil e fora, pois só assim consegue obter bons resultados de arbitragem.

(Respondente do Grupo 1)

[...] BDR assim como ADR é negociado por grandes investidores devido ao nível ao seu ambiente de negociação e análise.

(Respondente do Grupo 1)

[...] o investidor institucional e fundos de investimento é quem consegue operar livremente esse ativo na origem, devido o custo e complexidade de negociação.

(Respondente do Grupo 2)

[...] emitir e cancelar BDRs deveria ser mais automatizado, o que facilitaria o dia-dia das operações.

(Respondente do Grupo 2)

Os comentários em relação a mercado (item c), foram voltados ao conhecimento do ativo e o tamanho do mercado.

[...] acredito que os BDRs ainda têm espaço para crescer, pois ainda não são todos que conhecem como funciona negociação, principalmente referente a liquidez.

(Respondente do Grupo 1)

[...] os BDRs começaram e parece que os bancos depositários não tem mais interesse em expandir.

(Respondente do Grupo 1)

[...] ainda tem poucos BDRs no Brasil, poderia ter mais ativos para negociação.

(Respondente do Grupo 1)

[...] as empresas que lançaram BDRs Patrocinados, praticamente todas terminaram com seu programa, acredito que seja devido o volume de negociação do mercado brasileiro.

(Respondente do Grupo 2)

Nos comentários foi possível observar que a percepção dos respondentes é que o mercado é pequeno, e isso está relacionado à aspectos de conhecimento e custo de participação.

5. RESULTADOS DAS ENTREVISTAS

Os resultados da análise de conteúdo das entrevistas com base nas perguntas realizadas para os participantes (Apêndice C), geraram informações complementares sobre a percepção dos respondentes quanto (1) aos fatores que influenciam a negociação dos BDRs, (2) aos aspectos observados entre os diferentes grupos respondentes, e (3) visão geral e melhorias. Este capítulo detalha esses itens e apresenta um resumo das principais descobertas resultantes da combinação dos dois métodos de pesquisa.

5.1. Fatores que influenciam a negociação dos BDRs

Com base nas entrevistas foi identificado três fatores de alta concordância entre os fatores que influenciam o uso dos BDRs, muito alinhado com o que foi observado na resposta de livre texto do questionário, sendo: (1) regulamentação, (2) tipo de investidor e (3) mercado. O Quadro 3 apresenta alguns comentários que levaram a essa categorização.

Quadro 3 - Categorização de comentários

<i>Comentários</i>	<i>Categorias</i>
<p><i>"(...) a regulamentação dos BDRs foi sendo alterada com o tempo, devido a mudanças no mercado e possibilidade de mais investidores participarem desse mercado."</i> (respondente do grupo 1)</p> <p><i>"(...) na minha visão, acho que a CVM tem a preocupação que devido ser um ativo lastreado no exterior, a mesma mantém uma regulamentação mais restritiva."</i> (respondente do grupo 2)</p> <p><i>"(...) a regulação já mudou permitindo mais possibilidades de oferta, mas acredito que para crescer os BDRs no mercado os reguladores poderiam flexibilizar ainda mais.."</i> (respondente do grupo 1)</p>	<p>Regulamentação</p>

<p><i>"Vejo que esse é um mercado para grandes investidores, como fundos de investimento, pois esses tem a capacidade de arbitrar nos dois mercados o preço do papel, assim como nós fazemos com nossos fundos (...).</i> <i>(respondente do grupo 1)</i></p> <p><i>"(...) logo que foi lançado os BDRs não patrocinados no mercado, lembro que muitas pessoas físicas queriam negociar, e até chegaram a mandar algumas ordens de compra, mas não podíamos executar".</i> <i>(respondente do grupo 1)</i></p>	Tipo de investidor
<p><i>"(...) temos experiência com ADRs em outros mercados, o tamanho de mercado também influencia bastante.</i> <i>(respondente do grupo 1)</i></p> <p><i>"algumas corretoras sempre perguntam se vamos lançar mais BDRs para aumentar a quantidade de papel no mercado, mas nesse momento não temos interesse em investir na listagem de mais BDRs.</i> <i>(respondente do grupo 2)</i></p>	Mercado

Fonte: Autor

5.2. Aspectos observados entre os diferentes grupos

Todos os respondentes do grupo 1 que participaram da entrevista apontaram que o investimento em BDR é sim um bom investimento, principalmente quando analisado na ótica de adquirir um ativo estrangeiro sem a necessidade de abertura de conta no Exterior. Além disso, foi apontado a oportunidade de diversificar a sua carteira de investimento com ativos de empresas que não são originalmente do Brasil e estão vinculadas a outros fatores de risco.

[...] eu acredito nos BDRs e a minha visão sobre o investimento é que o investidor tem a possibilidade de adquirir um ativo estrangeiro, exemplo Google, Apple, Facebook e etc, sem precisar abrir uma conta no exterior.
(Respondente do Grupo 1)

[...] você adquiri um ativo com riscos ex-Brasil, totalmente diferente de comprar uma Petrobrás.

(Respondente do Grupo 1)

Quando questionados, se o BDR é um ativo para diversificação das carteiras, os respondentes apontaram que sim, porém ressaltaram que esse é um mercado restrito, dado que esse tipo de ativo mobiliário é conhecido como veículo de arbitragem. No entanto, para isso o investidor precisa participar ativamente na negociação no Brasil e também no exterior em relação as ações lastro. Além disso, o investidor deve considerar o risco cambial envolvido para liquidação da negociação em ambos mercados.

Nesse momento foi observado pelo pesquisador uma inquietude nos participantes, pois foi percebido que as primeiras respostas em relação o BDR ser um bom investimento, depende muito do tipo e tamanho do investidor. Além disso, a percepção de adquirir um ativo de empresas estrangeira sem a necessidade de abertura de conta no Exterior, não seria o fator principal que define a tomada de decisão do grande investidor, pois outros fatores deveriam ser analisados, como por exemplo o risco cambial.

[...] realmente esse mercado não é para muitos, pois existem riscos que precisam ser levados em conta, o risco câmbio é um deles, e esse precisa ser acompanhado de perto, pois as ações estão em outra moeda.

(Respondente do Grupo 1)

No entanto, os respondentes do grupo 2, que promovem a infraestrutura para a criação e lançamento dos programas de BDRs no Brasil, apontaram uma visão crítica sobre alguns aspectos. Os entrevistados desse grupo também concordam que o BDR é um bom investimento, mas que também depende do tipo de investidor.

[...] acho que BDR é um bom veículo de investimento, mas vejo que o volume de mercado está nos grandes investidores, principalmente a gente que está na ponta de emitir e cancelar o papel.

(Respondente do Grupo 2)

[...] diversificar seria um aspecto bom para venda do produto, mas como a regulamentação é restrita para isso, então na minha visão o discurso de diversificar fica um pouco fraco, além do que os grandes sempre tem posição no exterior.

(Respondente do Grupo 2)

5.3. Visão geral e melhorias

Na visão geral dos participantes de ambos os grupos, ter os BDRs negociados no Brasil é bom sinal de crescimento de mercado e demonstração de abertura a novos ativos mobiliários, possibilitando assim aos participantes do mercado brasileiro acesso a ativos antes não possíveis. No entanto, isso sem um conjunto de medidas regulatórias que permitiria possibilidades de estratégias diversas e participação de demais investidores, além da entrada de novos programas deixa esse mercado restrito.

[...] a Bolsa já mudou algumas regras para permitir maior visibilidade dos BDRs, inclusive para elaborarmos algumas estratégias, mas acho que o modelo ideal seria deixar o ativo igual aos demais ativos no mercado, permitindo inclusive o empréstimo.

(Respondente do Grupo 1)

[...] o modelo de leilão para listagem de BDRs não patrocinados na Bolsa, afastou a possibilidade de uma grande quantidade de programas no primeiro momento, e a experiência que temos é que esse mercado precisa de volume de papel para dar certo [...] então na minha visão, a quantidade de programas é fator determinante para o crescimento.

(Respondente do Grupo 2)

[...] para os Depositários investirem em lançamento de mais BDRs, acho que a Bolsa deveria dar algum tipo de incentivo através de taxas, caso contrário acho difícil crescer o mercado.

(Respondente do Grupo 1)

[...] empresas emissoras buscam grandes mercados para realizar a dupla listagem a não ser que haja alguma estratégia societária por trás da operação. Assim o mercado deveria investir mais nos BDRs não patrocinados, mas sem dúvida a regulamentação deveria ser mais flexível para o nível do investidor.

(Respondente do Grupo 2)

[...] o regulador poderia baixar mais a régua quanto ao nível de investidor, pelo menos para que o investidor comum pessoa física consiga adquirir o BDRs não patrocinados através de fundo necessidade de ter ser um investidor qualificado.

(Respondente do Grupo 1)

5.4. Principais descobertas

As entrevistas possibilitaram aprofundar algumas questões, levando a descobertas importantes. Em primeiro lugar, compreendeu-se melhor os principais fatores de impactos para o uso dos BDRs no mercado. A percepção dos participantes de ambos os grupos de respondentes é que a regulamentação é o principal fator e que deste fator desencadeia outros, tais como o tipo e nível de qualificação do investidor e a possibilidade de lançamento de mais BDRs no mercado. Por exemplo, ao citarem o interesse do investidor pessoa física nesse mercado, além de busca de outros ativos mobiliários, inclusive lastreados em ativos de outros mercados.

Em segundo lugar, pode-se observar que essa indústria de BDRs é complexa e que mesmo que o investidor pessoa física demonstre interesse em participar desse mercado, ele teria possivelmente dificuldades de atuar em todas as etapas do processo. Dessa forma, o tipo de investidor tem uma correlação direta com a negociação do ativo.

Em terceiro lugar, as entrevistas esclareceram que existem divergências da percepção relacionada ao grupo de participantes da entrevista, o qual observa-se que o grupo 1 composto

por corretoras, gestores de investimento e investidores profissionais, têm uma visão mais otimista dos BDRs no mercado, inclusive com interesse no lançamento de mais programas de BDRs não patrocinados. No entanto o grupo 2, formado por instituições depositárias, bancos de investimento e escritórios de advocacias, observou-se uma visão mais crítica nesses aspectos citados pelo grupo 1, o qual apontaram falhas no momento do lançamento e distribuição dos BDRs não patrocinados, como também no interesse de empresas estrangeiras em realizarem a dupla listagem no Brasil.

Por fim, revelou-se que ambos os grupos concordam que os BDRs é um bom ativo, mas que para expandir, deveria haver um pacote de medidas em conjunto desde o pontos regulatórios, operacionais e tarifas para permitir o crescimento e expansão desse ativo. Além disso, embora sejam mercados diferentes, vale observar que da mesma forma como ocorreu nos EUA na década de 60 (GANDE, 1997), o mesmo pode vir ocorrer futuramente no Brasil com a evolução da regulamentação, permitindo assim maior interesse e aderência por parte dos investidores e companhias emissoras em relação a esse instrumento.

6. CONCLUSÃO

O mercado de capitais no Brasil entrou no cenário internacional em meados da década de 90, quando o governo iniciou a abertura da economia brasileira. Os BDRs tiveram início nesse mesmo período, mas apenas a partir do ano de 2010 os BDRs ganharam espaço neste cenário na Bolsa de Valores através do lançamento dos BDRs não patrocinados lastreados em ações de companhias americanas.

Apesar dessa expansão e do ativo ser negociado a mais de uma década, bem como os números apresentarem bom desempenho de crescimento do índice BDRX frente ao índice IBOVESPA, questões como curva de conhecimento, adaptação do mercado, divulgação do ativo, aderência dos investidores para negociação, liquidez e regulamentação existente, vem colocando os BDRs diante de fatores relevantes a serem analisados.

Diante do exposto, até onde se sabe, não houve antes nenhuma pesquisa que se dedicou em aprofundar estudos sobre os BDRs e especificamente em avaliar os fatores que influenciam o seu uso no mercado de capitais no Brasil.

Este trabalho abordou, portanto, uma questão importante para o mercado: qual a percepção de agentes do mercado de capitais sobre os fatores que influenciam o investimento em BDRs? Seus resultados revelam que todos os profissionais que participaram da pesquisa que atuam como investidores profissionais ou, em corretoras, gestoras de investimento, bancos de investimento, bancos depositários e escritórios de advocacia, apontam que o principal é a regulamentação que afeta diretamente a aderência dos investidores para negociação dos BDRs, e de modo secundário nível de conhecimento que os investidores têm sobre este ativo. Entretanto, demais fatores também questionados na pesquisa apresentaram resultados relevantes, inclusive com opiniões divergentes entre o tipo de profissional que participou da pesquisa. Diante disso, os resultados deste estudo apresentam contribuições para a prática e teoria sobre BDRs e seus principais fatores que influenciam o seu uso e expansão no mercado.

A contribuição deste estudo quanto a teoria é prover um melhor entendimento sobre os BDRs no Brasil, reforçando a importância de se ter um ativo que permite explorar outras estratégias de investimento. Este estudo também contribui para a teoria, porque apresenta a base histórica do surgimento dos *Depositary Receipts* no mercado internacional e no Brasil, oferecendo assim um importante panorama histórico.

A contribuição prática deste estudo é apresentar a percepção dos agentes de mercado frente aos fatores que influenciam investimento em BDRs, bem como, contribuir para uma melhor prática de investimento com uma perspectiva de profissionais de diversas áreas de atuação.

A descoberta coloca uma questão central sobre a atual regulamentação dos BDRs no mercado, como as regras de listagem e aderência de investidores, e se mudanças na regulamentação promovidas pelos órgãos reguladores competentes, poderiam influenciar positivamente para uma maior expansão e uso do ativo no mercado. Adicionalmente, a descoberta desse estudo aponta que a curva de conhecimento é algo que deve ser promovida em todos os níveis, principalmente quando se é lançado um “novo” instrumento no mercado de capitais. Por fim, o estudo aponta outros fatores que também influenciam os BDRs, mas que são percebidos de forma divergentes dependendo do tipo de agente do mercado de capitais, isto é, sendo um participante considerado agentes de negociação (corretoras, gestores de investimento e investidor profissional), a visão de mercado e atitude de expansão do produto é maior quando se comparado com os participantes considerados agentes de infraestrutura (banco de investimento, instituição depositária e escritórios de advocacias), que consideram outros fatores dentro dessa decisão.

Além disso, esse estudo contribui de maneira prática para os investidores de modo geral, revelando os aspectos dos BDRs e apontando para qual mercado e público alvo esse ativo está atualmente direcionado.

Este estudo apresenta algumas limitações. A primeira está no fato de se ter sido selecionado uma amostra intencional, o que não permitiu obter uma avaliação de percepção geral de agentes relevantes que têm uma relação direta com os BDRs, mas que limitou quanto a percepção de outros agentes de mercado que não participaram da pesquisa. A segunda limitação está vinculada a primeira, pois devido o tamanho da amostra não foi possível utilizar técnicas quantitativas como regressão e avaliar níveis de tendência e intenção. Estudos futuros poderiam realizar uma pesquisa com amostra não intencional e uma maior base para entender essas influencias, inclusive para testar o nível de conhecimento desse público frente a esse ativo.

A segunda limitação está no fato de este estudo não esgotar todos os possíveis fatores e hipóteses que podem influenciar o investimento em BDRs, isso poderia inclusive ser objeto de estudos futuros, o qual poderia testar demais hipóteses e cenários de influencia dos BDRs.

A terceira limitação é que devido o atual volume de negociação no mercado além do tempo de existência dos BDRs no Brasil, não foi possível realizar uma análise quantitativa com base nos

retornos esperados versus realizado, quando se utilizado o BDR como ativo de investimento. Estudos futuros poderiam avaliar qual impacto nas carteiras de investimento com o uso dos BDRs versus carteiras de investimentos que não utilizaram os BDRs, e os fatores que relacionados a esses retornos.

7. REFERÊNCIAS

- ALENCAR, E. Economia. O Globo, 24 Novembro 2010. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/bdrs-dez-estrangeiras-estream-na-bovespa-mas-papeis-ainda-estao-longo-do-investidor-comum-2922635>>. Acesso em: 02 Agosto 2017.
- ALEXANDER, G. J.; S., E. C.; JANAKIRAMANAN, S. International listings and stock returns: some empirical evidence.. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1998. v. 23. ISSN 135-151.
- APPOLINÁRIO, F. Dicionário de Metodologia Científica. São Paulo: Atlas, 2007.
- BANK OF NEW YORK. “Global offerings of Depositary Receipts: A Transaction Guide”, 1996.
- BANK OF NEW YORK. “The complete depositary receipt directory”, New York, 1996.
- BELL, R. G.; FILATOTCHEV, I.; RASHEED, A. A. The liability of foreignness in capital markets: Sources and remedies.. Journal of International Business Studies. 2012. v. 43, p. 107–122.
- BERD, A. Investment Strategies. Journal of Investment Strategies, December 2012.
- BM&FBOVESPA. Brazilian Depositary Receipts (BDRs) - Regras de Listagem. BM&FBOVESPA. 2011.
- BM&FBOVESPA. Histórico de Adequações Metodológicas dos Índices da BM&FBOVESPA. BM&FBOVESPA. 2014.
- BM&FBOVESPA. Brazilian Depositary Receipts – BDRs Patrocinados Níveis I, II e III. BM&FBOVESPA, 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/brazilian-depositary-receipts-bdrs-patrocinados-niveis-i-ii-e-iii.htm>.
- BM&FBOVESPA. Mercado Internacional (BDRs). BM&FBOVESPA, ago. 2017. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/bdrs/bdrs-nao-patrocinados/bdrs-nao-patrocinados-listados/>. Acesso em: 1 Dezembro. 2016.
- BM&FBOVESPA. BDRs Não Patrocinados Listado - Mercado Internacional (BDRs). BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/bdrs/bdrs-nao-patrocinados/bdrs-nao-patrocinados-listados/>. Acesso em: 4 Agosto. 2017

BM&FBOVESPA. Índice de BDRs Não Patrocinados. BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/outros-indices/indice-de-bdrs-nao-patrocinados-global-bdrx-estatisticas-historicas.htm>. Acesso em: 1 Março. 2018.

BNYMELLON DEPOSITARY BANK. ADR BNYMellon. BNYMellon, 1 mar. 2018. Disponível em: <<https://www.adrbnymellon.com/directory/dr-directory>>. Acesso em: 1 Março. 2018.

BNYMELLON. DR Directory. BNYMellon. Disponível em: <<https://www.adrbnymellon.com/directory/dr-directory>>. Acesso em: 8 Agosto. 2017.

COFFEE, J. J. C. Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance. *Columbia Law Review*, v. 102, n. 7, p. 75, Novembro 2002. http://www.jstor.org/stable/1123661?seq=1#page_scan_tab_contents.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. *Pesquisa em Administração*. São Paulo. 2005.

CONGO, M. *Economia & Negócios*. O Estado de São Paulo, 28 Setembro 2015. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,com-novas-regras--diversificacao-no-externo-via-fundos-sera-impulsionada--imp-,1770210>>. Acesso em: 1 Março. 2018.

CRESWELL, J. W. *Projeto De Pesquisa: Métodos Qualitativo, Quantitativo E Misto*. Tradução de Tradução Magda Lopes. 3. ed. Porto Alegre: 2010. p. 296.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Acordos Bilaterais. CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/menu/internacional/acordos/bilaterais.html>>. Acesso em: 08 Agosto, 2018.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instruções CVM. CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>>. Acesso em: 01 Agosto, 2017.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. Why are foreign firms that are listed in the U.S. worth more? *Journal of Financial Economics*. 2004. v. 71, p. 205-238.

DUFFIE, D.; GÂRLEANU, N.; PEDERSEN, L. H. *Over-the-Counter Markets. Valuation in Dynamic Bargaining Markets*, 2004.

EPOCA NEGÓCIOS. Época Negócios - BM&FBovespa lança novos índices. Época Negócios, 03 Setembro, 2012. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Informacao/Acao/noticia/2012/09/bmfbovespa-lanca-novos-indices.html>>. Acesso em: 01 Agosto, 2017.

ERRUNZA, V. R.; MILLER, D. P. Market segmentation and the cost of capital in international equity markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Washington, 35, 2000. pág. 577-600, Dezembro. 2000.

EXAME. Mercados - BM&FBovespa começa a negociar 19 novos BDRs. Exame.com, 25 Abril 2016. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/mercados/bm-fbovespa-comeca-a-negociar-19-novos-bdrs/>>. Acesso em: 15 Julho, 2017.

FOERSTER, S. R.; KAROLYI, G. A. “The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: Evidence from foreign stocks listing in the U.S.”. *Journal of Finance*. 1999. v. 54, p. 981-1013.

GAGNON, L.; KAROLYI, G. A. Multi-market trading and arbitrage. *Journal of Financial Economics*. 2010. v. 97, p. 53–80.

GANDE, A. American Depositary Receipts: Overview and Literature Survey. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, v. 6, 05 dez. 1997.

HYMER, S. The Internationalization of Capital. *Journal of economic issues*. 1972, v. 6, p. 91-111.

KAROLYI, G. A. Why do companies list shares abroad? A survey of the evidence and its managerial implications. *Financial Markets*. 1998. v. 7, p. 1–60.

KAROLYI, G. A. The world of cross-listings and cross-listings of the world: challenging conventional wisdom. *Review of Finance* 10. ed., 2006. p. 99–152.

KAROLYI, G. A. Corporate governance, agency problems and international cross-listings: a re-assessment of the bonding hypothesis., 2010.

KHURANA, I. K.; MARTIN, X.; PERIERA, R. Cross-listing and firm growth. *Review of Finance*, 2008. v. 12, p. 293–322.

MANDUCA, A. O Impacto da Utilização da Estrutura de Listagem em BDR na Precificação Dos Ativos Após o Evento Agrenco: Uma Análise Em Série Temporal com Quebra Estrutural. 2012.

MILLER, D. P.; ERRUNZA, V. R. Market segmentation and the cost of capital in international equity markets. *Financial and Quantitative Analysis*, Washington, 2000. v. 35, p. 577-600.

MITTOO, U. Additional evidence on integration in the Canadian stock market. *Journal of Finance*, 1992. v. 62, p. 2035–2054

NASDAQ. “The Nasdaq Stock Market 1996 Fact Book”, Washington, 1996.

NORONHA, G.; SARIN, A.; SAUDAGARAN, S. Testing for liquidity effects of international dual listings using intraday data. *Journal of Banking & Finance*. 1996. v 20, ISSN 965–983.

PENG, M. W.; SU, W. Cross-Listing and the Scope of the Firm. *Journal of World of Business*, Novembro 2012.

REESE, W.; WEISBACH, M. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics*. 2002. v. 66, p. 65–104.

ROYSTON, J. W. e Regulation of American Depositary Receipts: Americanization of the International Capital Markets. *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*. 1985. v. 10.

STULZ, R. Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1999. v. 12, p. 8-25.

US SEC. US Securities and Exchange Commission. SEC, 2013. Disponível em: <<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsrule144htm.html>>. Acesso em: 02 Julho 2017.

VERGARA, S. C. Métodos de coleta de dados no campo. São Paulo: Atlas, 2009.

WERTHEIMER, G. Diversificação Internacional no Contexto Brasileiro. Fundação Getulio Vargas. 2013.

WESTPHALEN, A. L. Finanças - Bovespa quer negociar BDRs de 100 empresas até o fim de 2011. *O Valor Economico*, 05 Outubro 2010. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/682667/bovespa-quer-negociar-bdrs-de-100-empresas-ate-o-fim-de-2011>>. Acesso em: 02 Julho 2017.

WESTPHALEN, A. L. Finanças - Deutsche prevê forte demanda por BDRs não patrocinados. *O Valor Economico*, 05 Outubro 2010. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/682709/deutsche-preve-forte-demanda-por-bdrs-nao-patrocinados>>. Acesso em: Julho 2017.

APÊNDICE A – HISTÓRICO DE INSTRUÇÕES CVM

No. Instrução	Data	Tipo	Descritivo
255	31/10/96	Edição	Dispõe sobre a emissão e negociação de certificados de depósito de valores mobiliários - BDR's com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior.
312	31/08/99	Alteração	Dispõe sobre a admissão à negociação de valores mobiliários em bolsas de valores.
321	10/10/99	Alteração	Altera dispositivos da Instrução CVM no 255, de 31 de outubro de 1996, que dispõe sobre a emissão e negociação de certificados de depósito de valores mobiliários – BDRs com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas ou assemelhadas, com sede no exterior.
331	04/04/00	Edição	Dispõe sobre o registro de companhia para emissão e negociação de certificado de depósito de valores mobiliários – Programas de BDRs Níveis II e III com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas ou assemelhadas, com sede no exterior.
332	04/04/00	Revogação	Dispõe sobre a emissão e negociação de certificado de depósito de valores mobiliários - BDRs com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior e revoga as Instruções CVM nos 255, de 31 de outubro de 1996, e 321, de 10 de dezembro de 1999.
431	29/06/06	Alteração	Altera as Instruções CVM nos 331 e 332, ambas de 4 de abril de 2000.
456	22/06/07	Alteração	Altera as Instruções CVM nos 409, de 18 de agosto de 2004, e 332, de 4 de abril de 2000.
480	07/12/09	Alteração	Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.
493	24/03/11	Alteração	Altera artigo da Instrução CVM no 332, de 4 de abril de 2000.
551	25/09/14	Alteração	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM no 332, de 4 de abril de 2000, à Instrução CVM no 400, de 29 de dezembro de 2003, e à Instrução CVM no 476, de 16 de janeiro de 2009.
554	17/12/14	Alteração	Inclui, revoga e altera dispositivos na Instrução CVM no 155, de 7 de agosto de 1991, na Instrução CVM no 209, de 25 de março de 1994, na Instrução CVM no 278, de 8 de maio de 1998, na Instrução CVM no 332, de 4 de abril de 2000, na Instrução CVM no 356, de 17 de dezembro de 2001, na Instrução CVM no 391, de 16 de julho de 2003, na Instrução CVM no 399, de 21 de novembro de 2003, na Instrução CVM no 414, de 30 de dezembro de 2004, na Instrução CVM no 429, de 22 de março de 2006, na Instrução CVM no 444, de 8 de dezembro de 2006, na Instrução CVM no 461, de 23 de outubro de 2007, na Instrução CVM no 472, de 31 de outubro de 2008, na Instrução CVM no 476, de 16 de janeiro de 2009, e na Instrução CVM no 539, de 13 de novembro de 2013.
585	05/04/17	Alteração	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM no 332, de 4 de abril de 2000, à Instrução CVM no 476, de 16 de janeiro de 2009, à Instrução CVM no 480, de 7 de dezembro de 2009, e à Instrução CVM no 494, de 20 de abril de 2011.

APÊNDICE B - MODELO QUESTIONÁRIO DE PESQUISA

1. Idade

- ☐ menos de 25 anos ☐ 25 - 30 anos ☐ 31 - 35 anos
☐ 36 - 40 anos ☐ mais de 41 anos

2. Gênero

- ☐ masculino ☐ feminino ☐ outro

3. Formação

- ☐ graduação ☐ pós-graduação ☐ mestrado ☐ doutorado

4. Experiência Profissional (em faixas por anos)

- ☐ até 5 anos ☐ 5 - 10 anos ☐ 10 - 15 anos ☐ mais de 15 anos

5. Cargo

- ☐ Analista ☐ Coordenador ☐ Gerente ☐ Superintendente
☐ Diretor ☐ Outro. Especifique _____

6. Selecione abaixo qual o ramo de atividade você atua

- ☐ Corretora
☐ Gestão de Ativos
☐ Investidor Profissional
☐ Banco de Investimento
☐ Instituição Depositária
☐ Escritório de Advocacia

Indique a alternativa que melhor representa sua percepção em relação as afirmações abaixo.

		Discordo totalmente	Discordo	Não concordo nem discordo	Concordo	Concordo totalment e
7.	O mercado de capitais brasileiro é altamente regulado.	()	()	()	()	()

8.	O mercado de capitais no Brasil é inovador.	()	()	()	()	()
9.	O mercado de capitais no Brasil é extremamente maduro comparado com mercados desenvolvidos	()	()	()	()	()
10.	A regulamentação impacta diretamente os <i>Despositary Receipts</i>	()	()	()	()	()

11. Indique o nível de experiência que você tem ou já teve com ADRs? Dê uma nota na escala 1 a 5, sendo que é (1) nenhuma experiência e (5) muita experiência.

- (5) muita experiência
- (4) boa experiência
- (3) razoável experiência
- (2) baixa experiência
- (1) nenhuma experiência

12. Qual o nível de experiência que você tem ou já teve com BDRs? Dê uma nota na escala 1 a 5, sendo que é (1) nenhuma experiência e (5) muita experiência.

- (5) muita experiência
- (4) boa experiência
- (3) razoável experiência
- (2) baixa experiência
- (1) nenhuma experiência

Indique a alternativa que melhor representa as suas experiências com BDRs frente a afirmação abaixo.

		Discordo totalmente	Discordo	Não concordo nem discordo	Concordo	Concordo totalmente
13.	A negociação com BDRs, considerando o processo de emissão e cancelamento é de alta complexidade.	()	()	()	()	()

14. Com base na sua experiência, qual é o público alvo que tem interesse de investimento em BDRs?

- () investidor pessoa física
- () investidor qualificado
- () investidor institucional

- () fundos de investimentos
- () outros. Especifique: _____

Indique a alternativa que melhor representa as suas experiências com BDRs frente a afirmação abaixo.

		Discordo totalmente	Discordo	Não concordo nem discordo	Concordo	Concordo totalmente
15.	O nível de aderência do investidor para investir em BDRs influencia em seu uso	()	()	()	()	()
16.	O nível de conhecimento dos BDRs influenciam na negociação do ativo no mercado	()	()	()	()	()
17.	O nível de risco em investimento em BDRs influencia na negociação	()	()	()	()	()
18.	A regulação é restritiva para negociação com BDRs	()	()	()	()	()
19.	Impactos tributários influenciam a negociação em BDRs	()	()	()	()	()
20.	A liquidez dos BDRs influenciam na negociação do ativo no Brasil.	()	()	()	()	()
21.	Os BDRs já atingiram um alto grau de maturidade no mercado.	()	()	()	()	()
22.	O investimento em BDRs na perspectiva do investidor é muito vantajoso	()	()	()	()	()
23.	A emissão de BDRs no Brasil na perspectiva da empresa emissora é muito vantajosa	()	()	()	()	()
24.	O mercado tem alto interesse em lançamentos de mais BDRs	()	()	()	()	()

25. Dê sua opinião geral sobre os BDRs no mercado brasileiro.

APÊNDICE C – ROTEIRO ENTREVISTAS

Duração máxima total: 30 min

Primeira parte: 5 min

- Abertura;
- Apresentação dos objetivos do estudo;
- Consultar o participante sobre a gravação do áudio; e
- Iniciar a entrevista;

Segunda parte: 20 min

- Realização de 3 questões centrais, onde a partir das respostas abre oportunidade de outras questões secundárias para entendimento do tema.
 - Qual a sua avaliação dos BDRs no mercado de capitais do Brasil?
 - Os BDRs servem para diversificação de portfólio?
 - Na sua percepção, quais os principais fatores que impactam a negociação dos BDRs?
 - Existe algo que poderia mudar para melhorar a negociação dos BDRs? Se sim, qual?

Terceira e última parte: 5 min

- Abertura para encerramento;
- Questionar impressões finais pela participação do estudo;
- Agradecimentos;
- Encerramento;