



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.000950/2021-04

Reg. Col. nº 2092/2021

Interessados: Banco BTG Pactual S.A.

G2D Investments, Ltd.

Assunto: Recurso contra decisão da área técnica no âmbito de pedido de registro de oferta pública de distribuição primária de BDR Patrocinado Nível III

Relatoria: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE

Manifestação de Voto

1. Nesta manifestação de voto, registro minha discordância com relação à opinião que consta do Ofício Interno nº 13/2021/CVM/SRE/GER-2, de 25.02.2021 (“Ofício”)¹, lavrado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE” ou “Área Técnica”) no Processo Administrativo CVM nº 19957.000950/2021-04 (“Processo”)².

2. Divido esta manifestação em 4 (quatro) breves partes: **(i)** começo com uma introdução, descrevendo os principais fatos do Processo; **(ii)** em seguida, pontuo as peculiaridades deste caso que o distinguem dos demais precedentes que foram analisados recentemente pela CVM; **(iii)**

¹ Doc. SEI 1198865.

² Apesar da divergência, entendo importante parabenizar a SRE pela condução dos trabalhos ao longo deste Processo e demais casos envolvendo BDRs analisados recentemente pela CVM. Trata-se de tema importante e complexo, que tem ocupado espaço significativo na agenda da Autarquia. Inclusive por esse motivo, já sinalizamos publicamente que uma reforma regulatória será discutida em breve com o mercado. O assunto é de crucial interesse para os investidores em geral, principalmente em um contexto saudável de crescente democratização e internacionalização do mercado de capitais brasileiro. Segundo dados da B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão, o volume financeiro médio diário de BDRs negociados no Brasil subiu 194% desde o dia 22.10.2020, data de liberação do produto aos investidores de varejo. Ainda, o investidor pessoa natural, que antes da referida liberação totalizava apenas 9% da negociação, agora representa 20% em termos de volume negociado de BDRs. Por fim, também impressiona que as 19 mil pessoas naturais investidoras de BRDs existentes até 22.10.2020 tenham saltado para 185 mil. Fonte: www.b3.com.br (acesso em 08.03.2021).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

depois disso, explico em bases gerais os argumentos que sustentam o meu posicionamento; e (iv) encerro com a conclusão.

I) Introdução

3. O caso trata do pedido de registro de oferta pública de distribuição primária de BDRs Patrocinados Nível III (“Oferta”) lastreados em ações ordinárias classe A (“Ações”) de emissão da G2D Investments, Ltd. (“Emissora” ou “Companhia”³), tendo como instituição intermediária líder o Banco BTG Pactual S.A. (“Coordenador Líder” e, quando em conjunto com a Companhia, “Recorrentes”).

4. Simultaneamente à Oferta, os Recorrentes pretendem estruturar em Bermudas uma oferta pública das Ações, tendo como público-alvo investidores residentes ou domiciliados no referido país (“Oferta Pública no Exterior”). Ainda no contexto da Oferta Pública no Exterior, os Recorrentes promoverão esforços de colocação fora de Bermudas, dirigindo-se a investidores não residentes ou não domiciliados nesse país, de acordo com as respectivas regras existentes em cada uma dessas localidades, seguindo, inclusive, o regime da Regra 144A e da Regulação S, ambas do *Securities Act* norte-americano, de 1933.

5. Verifico no Processo que (i) em 12.01.2021, foram formuladas algumas exigências relacionadas a determinados aspectos da Oferta⁴, por meio do Ofício-Conjunto n° 12/2021/CVM/SRE/SEP (“Ofício-Conjunto”)⁵; (ii) uma das exigências referia-se ao entendimento

³ A escolha do termo definido foi proposital, decorrente da decisão unânime do Colegiado proferida em 12.01.2021, no sentido de que a Emissora foi considerada assemelhada a uma companhia aberta, nos termos do art. 2º da Instrução CVM n° 332/2000.

⁴ “Tendo em vista os considerandos abaixo, a oferta realizada em Bermudas não é apta a cumprir o requisito previsto no art. 4º, § 1º, da Instrução CVM 332. I - em reunião realizada em 10/11/2020, foi submetida consulta ao Colegiado, no âmbito do Processo SEI 19957.005729/2020-53, quanto a possibilidade de oferta realizada nas Ilhas Cayman atender ao requisito previsto no art. 4º, § 1º da Instrução CVM 332; II - foi conclusão da área técnica, no referido processo que não se poderia considerar que uma distribuição de valores mobiliários emitidos em jurisdição que possui modelo distinto do brasileiro, em que se delega integralmente à bolsa poderes para fiscalizar, normatizar e desenvolver o mercado de capitais, pudesse ser equiparada a uma oferta pública de distribuição no mercado de valores mobiliários brasileiro; III - ao analisar a consulta, o Colegiado, por maioria, acompanhou as conclusões da SRE, no sentido de que a oferta a ser realizada pela a Navios South American Logistics INC, na Cayman Islands Stock Exchange nas Ilhas Cayman não seria apta a cumprir o requisito previsto no art. 4º, § 1º, da Instrução CVM 332; IV - ficou demonstrado pelos Ofertantes, que o regulador de Bermudas optou pela delegação expressa de funções de regulamentação e supervisão à Bolsa de Valores de Bermudas (Bermuda Stock Exchange, ou “BSX”)”

⁵ Doc. SEI 1173874 (Processo Administrativo CVM n° 19957.006230/2020-63).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de que a Oferta Pública no Exterior, a ser conduzida simultaneamente à Oferta, não cumpriria o requisito estabelecido no art. 4º, §1º, da Instrução CVM nº 332/2000⁶; **(iii)** em 02.02.2021, os Recorrentes apresentaram recurso ao Colegiado contra esse ponto específico do Ofício-Conjunto, nos termos da Deliberação CVM nº 463/2003; e **(iv)** em 25.02.2021, a Área Técnica editou o Ofício, discordando dos Recorrentes, mantendo a opinião inicialmente lançada e encaminhando o assunto para deliberação do Colegiado.

II) Especificidades do caso concreto

6. As considerações aqui apresentadas, incluindo os respectivos fundamentos e conclusões, apoiam-se em larga medida no fato de que o Processo, a Oferta e a Oferta Pública no Exterior reúnem especificidades relevantes, não identificadas nos demais precedentes apreciados pelo Colegiado da CVM nos últimos meses.

7. Nesse sentido, importante observar que **(i)** a jurisdição escolhida pelos Recorrentes para a Oferta Pública no Exterior, sede da Emissora, não se confunde com qualquer uma daquelas adotadas nos demais casos⁷; **(ii)** as leis e normas aplicáveis à Oferta Pública no Exterior e a Emissora são diferentes daquelas existentes nos demais casos⁸; **(iii)** as regras internas e os atos societários da Emissora juntados aos autos diferem daqueles verificados nos demais precedentes⁹;

⁶ “Art. 4º - (...) § 1º Somente será registrado o programa de BDR Nível III quando for concomitante o registro de oferta pública de distribuição de BDR e simultânea a distribuição dos valores mobiliários no Brasil e no exterior.”

⁷ Os outros países analisados pela Área Técnica, em conjunto com a Superintendência de Relações com Empresas – SEP, para fins de análise específica de observância da oferta simultânea, nos termos do art. 4º, §1º, da Instrução CVM nº 332/2000, foram Ilhas Cayman (caso Navios South) e Canadá (caso Aura).

⁸ Os Recorrentes trouxeram considerações relevantes, explicando certos aspectos da regulação local em Bermudas, tais como **(i)** as hipóteses de responsabilidade civil e criminal dos agentes envolvidos na Oferta Pública no Exterior e dos administradores da Emissora; **(ii)** a forma de supervisão da bolsa local pelo regulador estatal, que aprova previamente as normas que regem o funcionamento bursátil no país; **(iii)** as funções e responsabilidades de todos os intermediários envolvidos na Oferta Pública no Exterior e administradores da Emissora; e **(iv)** as exigências mínimas informacionais que devem constar do prospecto, com semelhanças com aquelas existentes no Brasil, nos termos da Instrução CVM nº 400/2003.

⁹ Essa constatação permanece verdadeira principalmente após a implementação, pelos Recorrentes, de recomendações feitas pela Área Técnica sobre regras específicas contidas nos atos societários da Emissora. Registro, neste ponto, apenas a ressalva de que, no meu entendimento, a CVM não tem competência para opinar ou interferir em regras estatutárias específicas adotadas por emissores estrangeiros. No âmbito dos BDRs, existe apenas a previsão (não explorada pela Área Técnica no caso concreto) de que a CVM poderá indeferir o registro em caso de “*inviabilidade ou temeridade do empreendimento a ser realizado pela companhia emissora, ou, ainda, por inidoneidade dos fundadores, dos acionistas controladores ou dos administradores da companhia*” (art. 5º, §1º, da Instrução CVM nº 332/2000). Trata-se de dispositivo claramente inspirado na lei do anonimato, pois repete praticamente toda a redação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(iv) segundo informado pelos Recorrentes, para a Oferta Pública no Exterior foi escolhida, voluntariamente, uma distribuição ampla e irrestrita a todos os investidores locais em Bermudas, incluindo os de varejo¹⁰, situação que atrairia a incidência de um regime regulatório mais transparente e rígido para a Emissora, seus administradores e acionistas; e (v) em adição à carga regulatória prevista nesse degrau mais elevado do regime legal e regulatório do mercado local da Oferta Pública no Exterior, ainda serão observados os termos e condições estabelecidos na Regra 144A e da Regulação S.

8. Como essas questões não existiam nos demais casos submetidos à avaliação da CVM, não vislumbro maiores bases de comparação deste Processo com os demais precedentes apreciados recentemente pelo Colegiado, cabendo aqui, portanto, proceder a uma avaliação específica sobre as peculiaridades e combinações de fatores presentes no presente caso.

III) Argumentos que justificam a reforma da opinião da Área Técnica

9. Entendo que a opinião da Área Técnica deve ser reformada, em suma, em virtude do fato de que a Oferta Pública no Exterior a ser estruturada pelos Recorrentes está de acordo com o art. 4º, §1º, da Instrução CVM nº 332/2000, bem como em linha com o arcabouço regulatório aplicável à matéria.

10. São 3 (três) os principais os argumentos que fundamentam o meu entendimento, quais sejam: (i) a jurisdição estrangeira escolhida pelos Recorrentes para a realização da Oferta Pública no Exterior atende objetivamente, na íntegra, todos os requisitos normativos exigidos pela CVM, inclusive aqueles previstos na Instrução CVM nº 332/2000; (ii) o fato de a Oferta Pública no Exterior incluir esforços de distribuição em outros países e mercados, nos termos da Regra 144A

do art. 82, §2º, da Lei nº 6.404/1976, com uma única exceção: apenas a referência ao poder da CVM de “condicionar o registro a modificações no estatuto ou no prospecto”, que consta da Lei nº 6.404/1976, ficou de fora da Instrução CVM nº 332/2000. Esse fato, a meu ver, reforça ainda mais o entendimento de que a Autarquia, em se tratando de emissores estrangeiros que buscam o registro de BDRs, não tem competência para sugerir mudanças nas regras societárias internas dos emissores estrangeiros.

¹⁰ No entanto, importante notar que o Ofício faz referência a uma minuta de declaração nos autos que sinaliza que poderia haver uma limitação do público-alvo da Oferta Pública no Exterior apenas a investidores qualificados. Em todo caso, permanece aplicável a regra do art. 5º, §4º, da Instrução CVM nº 332/2000, que dispõe que “[n]a hipótese de existir restrição subjetiva ou objetiva à negociação dos valores mobiliários no país em que serão negociados, o registro da distribuição dos BDRs no Brasil será concedido com as mesmas restrições”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

e da Regulação S, conduz à conclusão de observância dos requisitos necessários à caracterização de uma oferta simultânea no exterior; e **(iii)** ainda que coubesse à CVM – caso a caso, no âmbito de pedidos específicos de registro de BDRs – avaliar criticamente questões internas do mercado de capitais de outras jurisdições, os elementos trazidos pelos Recorrentes indicam que as regras aplicáveis à Oferta Pública no Exterior no contexto da distribuição e à Emissora no curso de suas atividades, incluindo previsões de responsabilidade civil, administrativa e criminal, não aparentam contraste relevante ou incompatibilidade estrutural com os princípios e as diretrizes existentes no mercado de capitais brasileiro.

11. Explico a seguir cada um desses argumentos em maiores detalhes.

A Oferta Pública no Exterior atende a exigência tal como escrita no art. 4º, §1º, c/c art. 2º da Instrução CVM nº 332/2000

12. A Oferta Pública no Exterior, como dito acima, será realizada em Bermudas, sede da Emissora, e as Ações serão negociadas na bolsa de valores local, a *Bermuda Stock Exchange* (“BSX”). O órgão regulador do país, denominado *Bermuda Monetary Authority* (“BMA”), **(i)** é signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores (“IOSCO”) desde 07.06.2007¹¹; e **(ii)** possui regras que regulam a cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações com a CVM, desde 21.10.2009, data da nossa adesão ao referido memorando da IOSCO¹².

13. Constata-se, assim, sem necessidade de qualquer esforço interpretativo mais estruturado, que os requisitos exigidos pela Instrução CVM nº 332/2000 estão objetivamente presentes no caso concreto, mais precisamente aqueles 2 (dois) expressamente mencionados no art. 2º do referido normativo¹³. Apesar de alternativos, ambos estão presentes neste caso. O regulador local é

¹¹ <https://www.iosco.org/about/?subSection=mmou&subSection1=signatories> (acesso em 07.03.2021).

¹² “Atualmente, entretanto, tendo em vista que o número de signatários do Memorando Multilateral da IOSCO superou uma centena de reguladores, tal acordo vem sendo cada vez mais utilizado, em detrimento dos MOUs bilaterais, principalmente no que tange ao intercâmbio de informações para fins de enforcement”. Fonte: <http://conteudo.cvm.gov.br/menu/internacional/acordos/bilaterais.html> (acesso em 07.03.2021).

¹³ “Art. 2º Somente serão aceitos valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, que sejam admitidos à negociação e custodiados em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

signatário do memorando da IOSCO e, cumulativamente, possui regras de cooperação e intercâmbio de informações com a CVM. Além disso, a Emissora já foi equiparada a uma companhia aberta brasileira, conforme deliberação unânime da reunião do Colegiado realizada em 12.01.2021.

14. Outro ponto: estamos diante de uma regra não apenas objetiva e de aplicação clara, mas também muito antiga, consolidada há mais de 20 (vinte) anos¹⁴. Importante lembrar que o comando normativo objeto deste Processo (art. 4º, §1º) se faz presente em nosso ambiente regulatório desde a redação original da Instrução CVM nº 332/2000, editada em 04.04.2000¹⁵. A regra continua preservada pela CVM até hoje, tendo atravessado de forma estruturalmente incólume as várias revisões que foram realizadas desde então. A mesma constatação é aplicável ao art. 2º do normativo, que desde a sua edição estabelece o requisito da semelhança com companhias abertas e do acordo de cooperação, assistência e consulta entre os reguladores¹⁶.

15. Ademais, não vislumbro nos atos legais e normativos, hoje vigentes no Brasil, qualquer embasamento consistente para justificar a necessidade do chamado “*escrutínio da tutela estatal*” por alguma outra entidade pública no exterior. Esse suposto requisito não consta do rol regulamentar exigido pela CVM para fins de caracterização da oferta simultânea em país estrangeiro. Discordo dessa construção interpretativa, inclusive, porque não decorre da lei e não está na norma, que, como dito acima, sempre foi a mesma, há mais de 20 (vinte) anos.

16. A única referência que existe na Instrução CVM nº 332/2000, mas que não se confunde com a ponderação acima, encontra-se prevista no art. 1º, inciso IV, que define a empresa patrocinadora como “*a companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior, emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, e que esteja sujeita à supervisão e*”

¹⁴ Sobre o tema especificamente tratado neste Processo, cumpre ressaltar que não houve qualquer questão que tenha surgido recentemente ou que tenha sido provocada pela reforma implementada em nosso ambiente regulatório por meio da Resolução CVM nº 03/2020.

¹⁵ Redação original da Instrução CVM nº 332/2000: “Art. 5º O pedido de registro deverá ser instruído com os seguintes documentos e informações: (...) IX - somente será registrado o programa de BDR Nível III quando for simultânea a distribuição de valores mobiliários no Brasil e no exterior;”

¹⁶ Redação original da Instrução CVM nº 332/2000: “Art. 2º Somente serão aceitos valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM” (grifei). Trata-se de requisito atendido pela Emissora, que está sujeita à fiscalização não apenas da BMA, órgão regulador estatal de Bermudas, mas também da BSX, a bolsa local, que recebeu determinadas atribuições do regulador.

17. Oportuno mencionar aqui um dos argumentos dos Recorrentes: quisesse a CVM propor algum critério adicional de mérito ou de avaliação qualitativa sobre os arranjos legislativos e regulatórios dos países estrangeiros – para fins de verificação da oferta simultânea no exterior – teria a Autarquia feito referência expressa ao conceito de “*mercado reconhecido*”, como foi feito no hoje vigente art. 3º, §1º, inciso I, alínea “d”, item 3, do Instrução CVM nº 332/2000¹⁷.

18. Portanto, considerando que a Oferta Pública no Exterior, objeto deste Processo, atende a exigência tal como escrita no art. 4º, §1º, da Instrução CVM nº 332/2000, entendo que a opinião apresentada no Ofício objeto do recurso deve ser reformada.

A Oferta Pública no Exterior, com os esforços de distribuição expandidos para outros países, nos termos da Regra 144A e da Regulação S, atende os requisitos da Instrução CVM nº 332/2000 referentes à oferta simultânea no exterior

19. Além da ponderação anterior, o fato de que serão realizados esforços de distribuição nos termos da Regra 144A e da Regulação S também conduz à conclusão de que a Oferta Pública no Exterior atende os requisitos da Instrução CVM nº 332/2000.

20. A exigência do art. 4º, §1º, da Instrução CVM nº 332/00 não fala em registro da oferta no exterior, apenas em distribuição. Nesse sentido, concordo com as palavras proferidas pelos

¹⁷ Doc. SEI 1189323 (pg. 41): “Anoto-se que essa restrição foi recentemente flexibilizada pela Resolução CVM nº 3/20, que passou a permitir a negociação de BDR Nível I por quaisquer investidores, desde que garantidas as seguintes salvaguardas destinadas essencialmente a incrementar o grau de proteção dos investidores: (i) o mercado principal (definido, nos termos da ICVM 332, como o mercado de maior volume de negociação do lastro do BDR nos doze meses anteriores) do valor mobiliário que o lastreia deverá ser um “mercado reconhecido” pela entidade administradora do mercado brasileiro em que for negociado e (ii) o emissor estrangeiro deverá estar sujeito à supervisão do regulador do mercado principal do valor mobiliário que lastreia o BDR (Art. 3º, §1º, I, alínea “d”, item 3 da ICVM 332). Adicionalmente, os regulamentos da entidade administradora de mercado em que os BDR Nível I vierem a ser negociados no Brasil (que estão sujeitos à aprovação prévia da CVM), deverão estabelecer quais são os “mercados reconhecidos”, levando em consideração, entre outros fatores (i) “a transparência, a adequada prestação de informações, a liquidez, o histórico e os mecanismos de proteção a investidores existentes no mercado estrangeiro” (Art. 1º, §8º, I do Anexo 32-I da ICVM 480); e e (ii) “os riscos à preservação da integridade e higidez do mercado que administra e da sua imagem e reputação, enquanto entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários” (Art. 1º, § 8º, do Anexo 32-I da ICVM 480).”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Diretores Henrique Machado e Gustavo Gonzalez no caso dos BDRs de Aura Minerals Inc., apreciado pelo Colegiado em 06.10.2020, no sentido de que **(i)** “*a parte final do §1º do art. 4º da Instrução CVM nº 332/00 requer que, simultaneamente a oferta no Brasil, sejam realizados esforços reais e regulares de distribuição no exterior, independentemente da regra que os ampare*”; e **(ii)** “*os esforços de distribuição realizados ao amparo do Regulation S e da Rule 144A são, a princípio, aptos a preencher o requisito de distribuição simultânea a que se refere o art. 4º, §1º, da Instrução CVM nº 332/00*”¹⁸.

21. Os arranjos estabelecidos na Regra 144A e na Regulação S consolidam regras e requisitos que, se atendidos, dispensam o registro da oferta junto ao regulador norte-americano. São os chamados “*safe harbors*”. Apenas isso. Não há qualquer elemento que descaracterize uma oferta promovida nesses moldes como uma verdadeira distribuição pública de valores mobiliários. Tais esforços de distribuição podem e, a rigor, muitas vezes devem continuar a ocorrer.

22. Fazendo um paralelo com o regime brasileiro, ninguém questiona, por exemplo, que uma oferta que atenda os requisitos de dispensa de registro (nos termos da nossa Instrução CVM nº 476/2009) seja uma legítima oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Da mesma forma, uma oferta que venha a observar os trâmites de registro automático (como sugerido na minuta da nova regra de ofertas a ser submetida pela CVM à audiência pública) será inequivocamente uma oferta pública de valores mobiliários. Em ambos os exemplos, será possível verificar, conforme o caso, efetivos esforços de distribuição dos valores mobiliários objeto da oferta.

23. Faço referência, ainda, a outros registros de BDRs Nível III (portanto, abertos ao varejo no Brasil) deferidos no passado pela CVM, no âmbito dos quais a observância da Regra 144A e da Regulação S parece ter desempenhado papel preponderante na caracterização do atendimento à exigência da oferta simultânea no exterior¹⁹.

¹⁸ Processo Administrativo CVM SEI 19957.001484/2020-95.

¹⁹ Alguns exemplos: **(i)** Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária de Certificados de Depósito de Ações Representativos de Ações Classe A de Emissão da Tarpon Investment Group Ltd. (<http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivosExibe.asp?site=C&protocolo=123463>); **(ii)** Prospecto Definitivo da Distribuição Primária de Certificados de Depósito de Ações Classe A de Emissão da GP Investments, Ltd. (https://www.morganstanley.com.br/prospectos/Prospecto_Definitivo_GP.pdf); **(iii)** Prospecto Definitivo da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Os regimes legal, regulatório e informacional aplicáveis à Oferta Pública no Exterior e à Emissora, no caso concreto, não parecem indicar contraste relevante ou incompatibilidade estrutural com os princípios e as diretrizes existentes no mercado de capitais brasileiro

24. Início este terceiro e último argumento com a ressalva, já manifestada por mim no âmbito de outro pedido de registro de BDRs²⁰, no sentido de que não identifiquei na Lei nº 6.385/1976 qualquer sinalização de que no mandato legal da CVM esteja contemplado o poder-dever de avaliar criticamente, caso a caso, os arranjos jurídicos e regulatórios de outras jurisdições²¹.

25. De todo modo, caso superado esse posicionamento, entendo que os documentos e informações trazidos pelos Recorrentes indicam a existência – no arcabouço legal, regulatório e informacional de Bermudas – de mecanismos de tratamento de riscos de conduta e prudenciais, não se identificando contraste relevante ou incompatibilidade estrutural com os princípios e as diretrizes existentes no mercado de capitais brasileiro.

26. Objetivamente, trago algumas impressões sobre questões legais, regulatórias e informacionais verificadas em Bermudas: (i) a análise a ser feita pela BSX sobre a Oferta Pública no Exterior e Emissora, conforme regras previamente aprovadas pela BMA, não prejudica por si

Oferta Pública de Distribuição Secundária de Certificados de Depósito de Ações Representativas de Ações Ordinárias de Emissão da Dufry South America Ltd. (<https://static.btgpactual.com/media/prospectopreliminarmf.pdf>); (iv) Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Certificados de Depósito de Ações Representativas de Ações Ordinárias de Emissão da Wilson Sons Limited. (<https://static.btgpactual.com/media/00216-def-web-wilson-e3-2.pdf>); e (v) Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de BDRs da Biotoscana Investments (<https://static.btgpactual.com/media/1996-def-est027-prova-1.pdf>) (acessos em 07.03.2021).

²⁰ http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201110_R1/20201110_D1932.html (acesso em 07.03.2021).

²¹ Nos termos do princípio da legalidade, não me parece que possamos alçar a verdadeiro requisito normativo (como se em lei ou norma estivesse escrito) o resultado de uma avaliação subjetiva e de mérito com relação a temas e estruturas regulatórias sobre as quais não temos conhecimento, ainda que guiados pela importante finalidade de proteção dos investidores. Continuo seguro de que a Autarquia não tem competência (nem legal e nem técnica) para se imiscuir, comentar e sugerir alterações, com propriedade mínima, casuisticamente, sobre questões jurídicas e regulatórias internas de uma jurisdição estrangeira, muito menos a respeito de regras estatutárias específicas de emissores constituídos fora do Brasil. A própria Instrução CVM nº 332/2000, a meu ver, também parte dessa premissa ao privilegiar em seu texto apenas requisitos objetivos que repousam em verificações binárias que atestem, por exemplo, (i) se o regulador estrangeiro é signatário do memorando multilateral com a IOSCO; ou (ii) se o regulador estrangeiro firmou acordo de cooperação técnica com a CVM; ou (iii) se o ambiente de mercado estrangeiro ostenta a classificação de “mercado reconhecido”, a ser conferida pela entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários (curiosamente, de forma delegada pela CVM, mas ainda assim sob supervisão da Autarquia, como parece ser o caso da estrutura regulatória escolhida por Bermudas para tratar determinadas atividades do mercado de capitais local).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

só a eficiência e segurança do regime regulatório local; **(ii)** outras jurisdições sólidas ao redor do mundo²², inclusive a brasileira²³, utilizam estruturas semelhantes de delegação de certas atividades a entidades privadas reguladas, em maior ou menor grau, mantendo, de qualquer forma, seu mandato de supervisão sobre esses participantes de mercado²⁴; **(iii)** a BSX é reconhecida por diversas outras jurisdições, inclusive pelo regulador do mercado de capitais norte-americano como um “*designated offshore securities market*”²⁵; **(iv)** a legislação e regulamentação local possuem um regime jurídico de responsabilidade civil, criminal e administrativa sobre administradores e

²² Demonstrando que o exercício de atividades tipicamente regulatórias por parte de bolsas locais não deve justificar uma avaliação negativa sobre qualquer jurisdição estrangeira, chamo atenção que os reguladores dos outros países citados pelos Recorrentes (Suíça e Hong Kong, que possuem essa estrutura regulatória) são signatários do *Enhanced Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (EMMoU)*, da IOSCO. Esse memorando reúne um grupo seleto de reguladores de todo o mundo, estabelecendo requisitos, obrigações e deveres muito mais amplos e rigorosos do que aqueles previstos no memorando multilateral que o Brasil é signatário. Fonte: <https://www.iosco.org/about/?subSection=emmoU&subSection1=signatories> (acesso em 08.03.2021).

²³ Os diversos convênios que a CVM celebrou com Anbima, B3 e outras entidades privadas de mercado são exemplos disso. A própria Instrução CVM nº 461/2007 pode ser entendida como uma opção regulatória que, em certa medida, guarda semelhanças com a opção de delegação realizada pelo regulador local de Bermudas. Veja-se o exemplo do art. 15 da Instrução CVM nº 461/2007, cujo *caput* (por um lado) delega à entidade administradora competência ampla para definir suas próprias regras de funcionamento e (por outro) resguarda expressamente a competência da CVM para recusar a aprovação de qualquer dessas regras ou para exigir alterações.

²⁴ Conforme manifestação dos Recorrentes (Doc. SEI 1189323): “*Nos termos dos artigos 11 e 12 do BSX Act, a BSX tem a obrigação legal de editar e manter regras para o funcionamento do mercado organizado de bolsa, incluindo os requisitos para a listagem de valores mobiliários na BSX. Além disso, a Regulamentação BSX deve ser elaborada “in consultation with” (mediante consulta à) BMA, e nenhuma regulação proposta pela BSX terá efeito antes de aprovada pela BMA. Para tanto, qualquer nova regulação proposta pela BSX ou uma alteração à regulamentação existente devem ser encaminhados, como minuta, à BMA, para sua análise e revisão, a qual poderá aprovar ou rejeitar a proposta normativa da BSX, no todo ou em parte. Além disso, o BSX Act dispõe que a BMA tem poderes para “requisitar à BSX que elabore ou altere qualquer disposição estatutária ou regulamento e, caso a BMA assim determine, a BSX deverá cumprir com tal requisição tão logo seja praticamente possível após seu recebimento pela BSX” 14, de modo que a autoridade regulatória pode, por iniciativa própria, determinar que a BSX implemente as revisões normativas que essa entender adequadas e, logo, tal competência recai, em última instância, sobre a autoridade regulatória.*”

²⁵ “*Established in 1971 the Bermuda Stock Exchange (BSX) is the leading fully electronic offshore securities market. The BSX specializes in listing and trading of capital market instruments such as equities, debt issues, funds, hedge funds, derivative warrants and Insurance Linked Securities. The BSX is a full member of the World Federation of Exchanges (WFE) and is in an O.E.C.D. member nation and an affiliate member of IOSCO. The BSX is recognised by the US SEC as a Designated Offshore Securities Market. In addition, the BSX is recognized by the U.S. Securities & Exchange Commission (SEC) as a Designated Offshore Securities Market under Regulation S; The Financial Services Authority in the UK as a Designated Investment Exchange; HM Revenue & Customs in the UK as a Recognized Stock Exchange; The Bermuda Monetary Authority as a Recognised Investment Exchange; and as an Approved Stock Exchange under Australia’s Foreign Investment Funds (FIF) taxation rules; and Designated Exchange status under Canada’s Income Tax Act and is a member of America’s Central Securities Depository Association.*” Fonte: https://www.bsx.com/news_articles.php?ArticleID=1100798143 (acesso em 08.03.2021).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

acionistas da Emissora, bem como regras específicas relativas à questão informacional, exigências de prospecto etc²⁶; e (v) existem exigências mínimas e limitações ao conteúdo das regras que podem estar previstas nos estatutos sociais dos veículos constituídos, bem como regras de governança²⁷.

27. Assim, observada a ressalva do item 24 acima, entendo que os regimes legal, regulatório e informacional aplicáveis à Oferta Pública no Exterior e à Emissora, no caso concreto, não parecem indicar contraste relevante ou incompatibilidade estrutural com os princípios e as diretrizes existentes no mercado de capitais brasileiro.

²⁶ Conforme manifestação dos Recorrentes (Doc. SEI 1189323): “Cumpra observar que as regras da BSX relacionadas ao conteúdo e aos procedimentos de revisão dos prospectos (Seção IIA da Regulamentação BSX) possuem similaridades com o regime brasileiro correspondente (ICVM 400). Apenas para citar dois exemplos:

Conteúdo mínimo do prospecto:

- *Bermudas. O item 5.6 da Seção IIA estabelece que o prospecto deve conter as informações mínimas indicadas no “Apêndice 2” da norma;*
- *Brasil. O art. 40 da ICVM 400 também prevê conteúdo mínimo obrigatório, conforme indicado no “Anexo III” da norma; e*

Conteúdo adicional do prospecto:

- *Bermudas. O item 5.8(1) da Seção IIA prevê, como regra geral, que o prospecto deve conter todas as informações adicionais que sejam necessárias, considerando as particularidades do emissor e/ou dos valores mobiliários emitidos, para permitir que os investidores tomem uma decisão bem informada sobre as atividades, os ativos, os passivos, a situação financeira, a administração e as expectativas acerca do futuro do emissor e de seus resultados, além dos direitos e restrições dos valores mobiliários emitidos. A BSX pode exigir informações adicionais, inclusive para inclusão no prospecto, durante o processo de análise;*
- *Brasil. O art. 38 e o §2º do art. 39 da ICVM 400 preveem que o prospecto deve conter informações completas, precisas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e necessárias, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento. A CVM também pode exigir do ofertante e da emissora, inclusive com vistas à inclusão no prospecto, as informações adicionais que julgar adequadas”.*

²⁷ Conforme manifestação dos Recorrentes (Doc. SEI 1189323): “Neste sentido, no âmbito do processo de análise de ofertas de valores mobiliários conduzido pela BSX em conformidade com tais regras, a BSX pode exigir que sejam feitas alterações e/ou inclusões nos prospectos analisados, incluindo alterações em decorrência da análise das demonstrações financeiras auditadas das companhias, que também são revisadas pela BSX, da adequação das disposições do estatuto social da Companhia aos requisitos mínimos fixados na Regulamentação BSX – incluindo, por exemplo, (i) a obrigação de se prever que as ações preferenciais sem direito de voto adquirirão tal direito na hipótese (a) de haver dividendos devidos pela companhia vencidos há mais de seis meses, ou seja, de forma semelhante à regra prevista no art. 111, §1º, da Lei 6.404/76; ou (b) de liquidação da companhia, igualmente semelhante ao disposto no art. 213, §1º, da mesma lei; e (ii) a atribuição de poder ao presidente da respectiva reunião do conselho de administração de desqualificar o voto de um conselheiro que seja conflitante com o interesse da companhia –, bem como o cumprimento de outras obrigações informacionais ou de governança.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

IV) Conclusão

28. Por todo o exposto, entendo que o posicionamento da Área Técnica lançado no Ofício deve ser reformado, para que seja reconhecido que a Oferta Pública no Exterior atende os requisitos normativos hoje existentes na Instrução CVM nº 332/2000, especificamente aqueles estabelecidos (i) no art. 4º, §1º, no que diz respeito à caracterização de uma oferta pública simultânea no exterior; e (ii) no art. 2º, com relação aos requisitos impostos aos mercados estrangeiros.

29. Em resumo, porque (i) a jurisdição estrangeira escolhida pelos Recorrentes para a realização da Oferta Pública no Exterior atende objetivamente todos os requisitos normativos exigidos pela Instrução CVM nº 332/2000; (ii) a Oferta Pública no Exterior contempla esforços de distribuição em outros mercados de acordo com a Regra 144A e da Regulação S, o que também preenche os requisitos necessários à caracterização de uma oferta simultânea no exterior; e (iii) ainda que coubesse à CVM – caso a caso, no âmbito de pedidos específicos de registro de BDRs – avaliar criticamente questões internas do mercado de capitais de outras jurisdições, os elementos trazidos pelos Recorrentes indicam que as regras locais não aparentam contraste relevante ou incompatibilidade estrutural com os princípios e as diretrizes existentes no mercado de capitais brasileiro.

É como voto.

Rio de Janeiro, 09 de março de 2021.

Alexandre Costa Rangel

Diretor