



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### Relatório nº 2/2021-CVM/SEP/GEA-1

**Assunto: Pedido de dispensa - Artigo 1º, inciso I, alínea “a” do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/2009 (Receitas no Exterior)**

**G2D INVESTMENTS, LTD**

**Processo nº 19957.006243/2020-32**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de pedido de **dispensa** de requisito previsto no artigo 1º, inciso I, alínea “a”, do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/2009 (em relação a suas **receitas**), para fins de classificação da **G2D Investments, Ltd.** (“**G2D**” ou “**Companhia**”) como emissor estrangeiro, no âmbito da análise do registro inicial de companhia estrangeira, categoria A, realizada em razão do pedido de registro de oferta pública primária de BDR Patrocinado Nível III.

#### I - HISTÓRICO

2. O presente processo foi instaurado no dia 09.09.2020, em decorrência do pedido de distribuição pública primária de BDR, protocolizado por G2D Investments, Ltd, nos termos do IDE (1096108).

3. A análise inicial e conclusões alcançadas por esta área técnica encontram-se consubstanciadas no Memorando nº 73/2020-CVM/SEP/GEA-1 (1109789) e no Ofício-Conjunto n.º 185/2020- CVM/SRE/SEP (1118713).

4. Após audiência particular ocorrida no dia 14.10.2020, a G2D apresentou voluntariamente, no dia 03.11.2020, esclarecimentos adicionais acerca de determinados itens constantes do Ofício-Conjunto (1132716).

5. Em seguida, após solicitação de interrupção da análise (1148893), concedida por meio do Ofício-Conjunto n.º 257/2020- CVM/SRE/SEP (1148895), a Companhia protocolizou novo expediente (1158542), em 11.12.2020, solicitando a retomada do processo.

6. Nesse contexto, foi dado prosseguimento à análise.

#### II - ANÁLISE

##### **ANEXO 32-I**

7. De acordo com o art. 1º, inciso I, do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/2009, os certificados de depósito de valores mobiliários – BDR podem ter como lastro ações emitidas por emissores estrangeiros que sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação e que observem, ainda, um dos seguintes critérios: (a) tenham **ativos e receitas** no Brasil que correspondam a menos de 50% (cinquenta por cento) daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação; ou (b) cujo

principal mercado de negociação atenda aos requisitos previstos no § 7º deste artigo.

8. A esse respeito, na declaração da condição de emissor estrangeiro, de que trata o Art. 2º, Inciso XVII, do Anexo 3 da Instrução CVM nº 480/2009, apresentada em conjunto com o pedido de registro inicial, em 09.09.2020 (1097065), a Companhia afirmou possuir *"ativos e receitas no Brasil que correspondem a menos de 50% (cinquenta por cento) daqueles constantes das suas demonstrações financeiras carve-out referentes ao período de sete meses findo em 31 de julho de 2020, sendo estas as que melhor representam a essência econômica dos negócios da Companhia para fins dessa classificação, conforme exigido nos termos do Artigo 1º, inciso I, alínea "a" do Anexo 32-I da Instrução CVM 480"*.

9. No entanto, conforme detalhado no Memorando nº 73/2020-CVM/SEP/GEA-1 (1109789), identificamos, naquela ocasião, que ao desconsiderarmos o caixa da G2D em dólar, a maioria dos ativos da Companhia encontrava-se localizada no Brasil.

10. Em decorrência disso, após ter sido informada por meio do Ofício-Conjunto n.º 185/2020- CVM/SRE/SEP (1118713), a Companhia efetuou **novos aportes** em suas investidas no exterior, conforme demonstrado na nota explicativa nº 10 (eventos subsequentes), integrante das demonstrações financeiras de 30.09.2020 (1162656):

#### 10 Eventos Subsequentes

[....]

Os aportes subsequentes foram realizados durante Outubro de 2020, conforme demonstrados abaixo:

The Craftory (USD 3,8mm) em 05 de Outubro	21.700
The Craftory (USD 4,3mm) em 16 de Outubro	24.400
Expanding Capital (USD 10mm) em 16 de Outubro	56.200

**Total dos aportes subsequentes** **102.300**

11. Desse modo, na data do pedido de retomada da análise (11.12.2020 - 1158726), os **ativos** da Companhia foram apresentados de forma **aderente** ao requerido pela norma:

Investimentos	Natureza	Sede	(A) Custo	(B) Valor Justo	(C) Valor Justo
Expanding Capital	Fundo	EUA	45,894	45,894	102,094
Blu	Fintech	Brasil	68,066	163,164	163,164
The Craftory	Holding	Reino Unido	91,892	91,892	137,992
Quero	Educação	Brasil	20,154	28,204	28,204
Sim;paul	Fintech	Brasil	9,793	10,169	10,169
CERC	Fintech	Brasil	17,328	15,963	15,963
<b>Total</b>			<b>253,127</b>	<b>355,285</b>	<b>457,585</b>

**Total Ativos Brasil %**

**47.53%**

**Total Ativos Exterior %**

**52.47%**

(A) investimentos mensurados ao custo em 30.09.2020

(B) investimentos mensurados a valor justo em 30.09.2020

(C) investimentos mensurados a valor justo na data da retomada da análise (11.12.2020)

12. Já em relação a suas **receitas**, a fim de demonstrar sua origem, a G2D buscou informações junto às **próprias empresas investidas**, considerando

que as demonstrações financeiras da Companhia não são consolidadas. Assim, a memória de cálculo foi preparada com base em informações **recebidas** das empresas do portfólio da Companhia, as quais **não são verificáveis** por não integrarem as demonstrações financeiras do emissor:

Ativo	País	Moeda	Receita (R\$)	% total pré-IPO
Blu	Brasil	BRL	68,5	21,1%
The Craftory	Reino Unido	USD	178,1	54,8%
Expanding Capital	EUA	USD	0,0	0,0%
Quero	Brasil	BRL	78,3	24,1%
Sim;paul	Brasil	BRL	0,0	0,0%
Caixa	EUA	USD	n/a	n/a
<b>Total pré IPO</b>			<b>324,9</b>	<b>100,0%</b>

Total de Receitas no Exterior	178,1 (54,8%)
<u>Total de Receitas no Brasil</u>	<u>146,8 (45,2%)</u>
TOTAL	324,9 (100,0%)

13. Sendo assim, consoante descrito em nossa primeira análise (1109789), pela leitura do artigo 1º, inciso I, do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/2009, entendemos que as receitas às quais a norma se refere são aquelas encontradas nas próprias demonstrações financeiras do emissor. E nesse sentido, é possível constatar, com base nas demonstrações financeiras de 30.09.2020, elaboradas especialmente para fins de registro (1162656), que a G2D ainda **não auferiu receitas** desde a sua constituição (27.07.2020), tendo sido reconhecida, na data base de 30.09.2020, uma perda não realizada de R\$ 16.324 mil, relativa à variação do valor justo de suas investidas ao longo daquele período.

14. Nesse contexto, ainda que se utilize as demonstrações financeiras *carve out*, de 30.09.2020 (1162660), consideradas pelo emissor como "*as que melhor representam a essência econômica dos negócios da Companhia*", verifica-se que a G2D auferiu, nos 9 primeiros meses de 2020, uma receita total (na forma de ganhos não realizados) de R\$ 40.341 mil, proveniente, em sua maior parte, da mudança no valor justo da fintech brasileira Blu, conforme apresentado na nota explicativa nº 6, integrante dessas demonstrações financeiras, e nos comentários dos administradores presentes no item 10.1.h (alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras.) do Formulário de Referência (1159791), fato este que também se repetiu nas demonstrações de 2019:

Formulário de Referência (item 10.1.h)

"Ganho não realizado

O ganho não realizado foi de R\$ 40,3 milhões no período de nove meses findos em 30 de setembro de 2020 (R\$ 1,7 milhões no período de nove meses findos em 30 de setembro de 2019), representando um acréscimo de R\$ 38,6 milhões ou aproximadamente 2.251%. Esta variação ocorreu **principalmente em virtude do aumento de valor do investimento Blu.**" (grifamos)

[....]

"Ganho não realizado

O ganho não realizado foi de R\$ 36 milhões no exercício findo em 31 de dezembro de 2019 (R\$ 1 milhão no exercício em 31 de dezembro de 2018), representando um acréscimo de aproximadamente R\$ 35 milhões ou 2.714%. Esta variação ocorreu **principalmente em virtude da**

**variação positiva do valor do investimento Blu." (grifamos)**

15. Por essas razões, à luz da atual redação da norma, no que tange a suas **receitas**, a nosso ver, a Companhia **não se enquadra** no requisito previsto no art. 1º, inciso I, letra "a", do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/2009.

16. Isto posto, em contraponto a este entendimento, a G2D encaminhou um Parecer Técnico-Contábil ( 1170548), elaborado pelo professor Eduardo Flores, em que se argumenta principalmente que o critério de verificação de **receitas** no exterior exigido pelo Artigo 1º, inciso I, alínea "a" do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/2009 **não deveria ser aplicável** a organizações cujos modelos de negócios são administrar participações societárias e/ou entidades para investimentos.

17. Isso porque, em suma, as entidades de investimentos não consolidam suas investidas mesmo quando exercem controle sobre esses investimentos.

18. Além disso, de acordo com o Parecer, o critério de receita não se adequa às entidades de investimentos à medida que essas empresas reconhecem em rubricas de resultados, quer seja na forma de receitas, quer seja na forma de despesas, ajustes a valor justo de investimentos, os quais não necessariamente sempre produzirão receitas, e isto poderia inviabilizar o registro, como emissor estrangeiro, de entidade de investimentos, não pela respectiva entidade não ter a majoritária parte das suas atividades no exterior, mas pelo critério de receitas não conseguir capturar que:

(i) as entidades de investimentos não possuem receitas orgânicas da venda de produtos ou prestações de serviços;

(ii) as investidas e controladas das entidades de investimentos não são consolidadas em suas demonstrações contábeis conforme expediente normativo do CPC 36; e

(iii) os ajustes a valor justo reconhecidos nos resultados das entidades de investimentos podem gerar receitas ou despesas no resultado de empresas deste tipo, cenário não previsto no Anexo 32-I da ICVM 480.

19. Adicionalmente, vale mencionar um trecho do expediente apresentado pela Companhia no âmbito do pedido de retomada da análise (1158542):

[....]

"Ao usar indistintamente os critérios de "ativos" e "receita", cujas origens são essencialmente contábeis, a norma acaba por alcançar situações em que o uso conjugado dos critérios de ativos e receita pode não fazer sentido.

Receita, por definição, significa um aumento de ativos e/ou redução de passivos que resulta em aumento do patrimônio líquido da entidade, independentemente de estarem relacionadas às suas atividades operacionais. Ou seja, o conceito de "receita" acaba englobando variações patrimoniais que podem não se relacionar necessária e adequadamente com o conceito de "atividade econômica preponderante".

No caso de entidades classificadas contabilmente como entidades de investimento, como a Companhia, isso é de especial importância, porque todos seus ativos são mensurados a valor justo. Além disso, mesmo nos casos em que possuam influência significativa ou controle sobre suas investidas, as receitas "orgânicas" das atividades econômicas desenvolvidas por essas não serão refletidas nas demonstrações financeiras da Companhia, devido à ausência de consolidação, nos termos do item 31 do CPC 36(R3)<sup>1</sup>.

Em contraponto, as entidades de investimento podem reconhecer despesas e receitas que não se relacionam de qualquer modo a uma atividade econômica propriamente. Por exemplo, a Companhia pode ter uma despesa de valor justo decorrente de simples variação cambial, de modo que o valor justo de seus ativos, na moeda de referência de suas demonstrações financeiras, passem a valer menos. O contrário é

verdadeiro, podendo haver um ganho (receita) de valor justo, a depender da variação cambial. Nenhuma dessas alterações têm necessariamente a ver com atividade econômica, mas ao fiar-se em um critério amplo de receita, sem um juízo crítico, o novo critério previsto no Anexo 32-I da Instrução CVM 480 acaba não levando tal conceito - e seus impactos - em consideração.

Mais ainda, conforme o Apêndice A do CPC 46, a definição de valor justo é: "preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração". Em outras palavras, significa dizer o quanto se espera receber ou pagar no futuro pelo respectivo ativo ou passivo. Como consequência, mensurações a valor justo, por natureza, já embutem ganhos esperados futuros de ativos.

Esse conceito é de extrema relevância, porque diz, em última instância, que as variações do valor justo dos ativos da Companhia não têm correlação direta com a receita das investidas da Companhia, as quais, essas sim, desenvolvem atividade econômica propriamente, no Brasil ou no exterior.

Isso ocorre porque ao se mensurar o benefício futuro esperado de um ativo, seja tomando-se em consideração o preço de mercado ou uma projeção do fluxo de caixa descontado da investida, por exemplo, o valor justo já reflete intrinsecamente a receita esperada da investida, de modo que, quando essa receita se realiza no tempo, o valor justo dos ativos variará (ou seja, produzirá receitas ou despesas) tanto menos, quanto melhor for a estimativa do mercado ou da projeção feita pelo emissor. Portanto, após o reconhecimento inicial de um ativo mensurado a valor justo, grandes variações desses refletiriam, antes, uma melhor informação disponível sobre o ativo investido e sua perspectiva de retorno futuro, do que da receita decorrente de uma "atividade econômica" em si.

A Companhia reconhece a adequação e acha louvável a iniciativa da CVM de buscar adequar suas normas a uma nova realidade econômica, em especial em um cenário em que grandes empresas são "asset light", mas ainda são capazes de ter uma atividade econômica e uma receita significativas e integrar de forma relevante a economia real.

Este, contudo, não é o caso da Companhia, cuja essência está no valor de seus ativos investidos, de modo que considerar suas receitas com o fim de mensurar "atividade econômica" se mostra inadequado para os fins buscados por essa d. CVM com a reformulação normativa, nos termos do próprio Ofício."

[....]

20. Nessa esteira, diante de alegada inadequação para a demonstração da essência econômica da Companhia e para sua caracterização como emissor estrangeiro, a Companhia solicita **dispensa** do requisito previsto no Artigo 1º, inciso I, alínea "a" do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/2009, qual seja, possuir **receitas** no Brasil que correspondam a menos de 50% (cinquenta por cento) daquelas constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios da Companhia para fins dessa classificação.

21. Todavia, apesar de os argumentos trazidos no pedido **serem válidos**, entendemos que **não há** previsão de dispensa na norma para casos análogos ao que ora se apresenta, sendo uma possível alternativa para o caso concreto a apresentação das demonstrações financeiras de cada uma das empresas investidas, traduzidas para o vernáculo, como forma de tornar possível a comprovação da origem das receitas do emissor - documentos estes **não previstos na norma**.

22. Além disso, considerando que o texto do artigo trata de "ativos" e "receitas" de forma ampla e genérica, o caso em tela nos parece indicar que eventuais aprimoramentos pontuais, a serem endereçados pela SDM, no sentido

de melhor detalhar a aplicação desses critérios, podem vir a ser necessários para abarcar situações de emissores com estruturas societárias semelhantes à apresentada neste processo.

23. Sob essa perspectiva, entendemos adequado submeter a matéria à apreciação do Colegiado da CVM para apreciação e deliberação do pedido.

### III - CONCLUSÃO

24. O presente processo trata de pedido de **dispensa** do requisito previsto no artigo 1º, inciso I, alínea "a", do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/2009 (em relação a suas **receitas**), para fins de classificação da G2D Investments, Ltd. como emissor estrangeiro, no âmbito da análise do registro inicial de companhia estrangeira, categoria A, realizada em razão do pedido de registro de oferta pública primária de BDR Patrocinado Nível III.

25. A respeito, apesar de os argumentos trazidos no pedido **serem válidos**, entendemos que **não há** previsão de dispensa na norma para casos análogos ao que ora se apresenta, sendo uma possível alternativa para o caso concreto a apresentação das demonstrações financeiras de cada uma das empresas investidas, traduzidas para o vernáculo, como forma de tornar possível a comprovação da origem das receitas do emissor - documentos estes **não previstos na norma**.

26. Além disso, considerando que o texto do artigo trata de "ativos" e "receitas" de forma ampla e genérica, o caso em tela nos parece indicar que eventuais aprimoramentos pontuais, a serem endereçados pela SDM, no sentido de melhor detalhar a aplicação desses critérios, podem vir a ser necessários para abarcar situações de emissores com estruturas societárias semelhantes à apresentada neste processo.

27. Feitas estas considerações, sugerimos o encaminhamento deste processo ao Colegiado da CVM, por intermédio da Superintendência Geral, para apreciação e deliberação do pedido.

Atenciosamente,

SÉRGIO HENRIQUE BUNIOTO

Analista  
Acompanhamento de Empresas - 1

CLAUDIO JOSÉ PAULO

Gerente de  
Em Exercício

De acordo.

GUSTAVO DOS SANTOS MULÉ

Superintendente de Relações com Empresas  
Em Exercício



Documento assinado eletronicamente por **Sergio Henrique Bunioto**,



**Analista**, em 06/01/2021, às 21:35, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



Documento assinado eletronicamente por **Cláudio José Paulo, Gerente Substituto**, em 06/01/2021, às 21:42, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo dos Santos Mulé, Superintendente Substituto**, em 06/01/2021, às 21:55, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1171113** e o código CRC **2AD2D5FB**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1171113** and the "Código CRC" **2AD2D5FB**.*

---