



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

Ofício Interno nº 4/2021/CVM/SRE/GER-2

Rio de Janeiro, 29 de janeiro de 2021.

Para: SGE/EXE

De: SRE/SEP

Assunto: Consulta Acerca da Qualificação de Emissor Estrangeiro para Registro de Emissor de Valores Mobiliários Categoria “A”, Programa de BDRs Nível III e Oferta Pública de Distribuição de BDRs. Processo SEI Nº 19957.008010/2020-74

Senhor Superintendente

1. Trata-se de análise de consulta apresentada em 13/11/2020 (1139324) p o r **SoftBank Group Corp.** ("SBG" ou "Consultante") **com pedido de tratamento reservado**, com base na previsão contida no artigo 8º, parágrafo 2º, da Lei 6.385/76, para que se analise determinados aspectos na forma de constituição de subsidiária que pretende ser estabelecida, a LatAm Digital Holding Limited ("LDH"), a ser constituída nas Ilhas Cayman, entidade esta que submeteria à CVM pedidos de registro de emissor estrangeiro e de oferta pública de distribuição de BDRs Nível III, com lastro em ações de sua emissão ("Consulta").

2. Notadamente, cumpre destacar que a consulta em questão foi apresentada tendo em vista as características da entidade que pretende ser a emissora de ações, em face de aspectos regulatórios contidos nas Instruções CVM nºs 332/00, 400/03 e 480/09 (respectivamente "ICVM 332", "ICVM 400" e "ICVM 480"), relacionados à caracterização enquanto companhia aberta ou assemelhada, enquadramento como emissor estrangeiro, possibilidade de o principal mercado de negociação vir a ser o Brasil e ainda enquadramento como emissor em fase operacional.

1. DA CONSULTA:

1.1. INTRODUÇÃO E PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA OFERTA E DA EMISSORA

3. Em sua consulta o SoftBank Group Corp. apresenta a intenção de criar

uma subsidiária com sede nas Ilhas Cayman, denominada LatAm Digital Holding Limited ("LDH" ou "Emissora"), constituída sob a forma de uma *exempted company* de acordo com as leis das Ilhas Cayman, para a qual seria transferida uma participação minoritária de 14% a 18% no SoftBank Latin America Fund L.P. ("SBLAF"). A SBLAF, por sua vez, trata-se de um veículo de investimento estruturado como uma *limited partnership* em Alberta, Canadá, e constituído em março de 2019, dedicado a investimentos em companhias de tecnologia na América Latina, bem como para a criação de *joint ventures* com companhias globais que buscassem entrada e crescimento estratégico na região, com capital comprometido de US\$5,0 bilhões, montante do qual, segundo o Consultente, aproximadamente US\$2,0 bilhões já estão investidos em mais de 20 companhias de tecnologia localizadas no Brasil, México, Colômbia e Argentina.

4. Destaca o SoftBank Group Corp que sua "*intenção [...] é dar acesso a investidores brasileiros e estrangeiros a uma classe de ativos até então restrita a poucos investidores institucionais especializados em capital de risco ("venture capital"), composta por empresas jovens porém disruptivas e de altíssimo crescimento [...] em função da participação que a emissora terá no SBLAF ou em empresas nas quais o SBLAF já investe, bem como os investimentos futuros que o SBLAF venha a fazer*" (grifo nosso).

5. O SBG entende que a operação está de acordo com a legislação brasileira e será benéfica para o mercado de capitais brasileiro. Entretanto, reconhece que existem discussões em andamento acerca da interpretação das regras aplicáveis a emissões de BDRs e, portanto, decidiu formular a presente consulta para esclarecer, de antemão, os pontos que possam ser objeto de discussão e ajustar os termos da oferta, se necessário e na medida do possível, em linha com o espírito de transparência e cooperação com os reguladores que pautam a atuação do Grupo SoftBank no mundo.

6. Conforme informado, o SBG pretende realizar a dupla listagem da LDH na Holanda e no Brasil, por meio da realização de uma oferta pública de distribuição primária de suas ações, registrada na Holanda, bem como uma oferta pública de distribuição de BDRs representativos de ações da Emissora, registrada no Brasil (IPO), com um valor estimado de US\$ 550 milhões. O Consultente espera que ao final do IPO o SBG tenha sua participação na LDH diluída a um percentual de 45% e, ainda, que as ações em circulação - em sua maioria representadas por BDRs - representem 55% do capital da LDH. Diante disso, a Emissora seria uma companhia listada na Holanda e no Brasil. Foi destacado que os recursos obtidos com o IPO seriam destinados a futuras aquisições de participações minoritárias no setor de tecnologia quer seja em conjunto com o SBLAF, no caso de sociedades de capital fechado localizadas ou que operem na América Latina, ou em companhias abertas localizadas ou que operem na América Latina.

7. Segundo o Consultente, a operação envolveria a listagem das ações emitidas pela LDH na principal bolsa de valores de Amsterdam, a Euronext Amsterdam, e uma oferta pública das ações na Holanda, registrada perante a Dutch Authority for the Financial Markets ("AFM"). Em função de suas características, a Emissora, que em seu país de constituição, as Ilhas Cayman, é constituída como *exempted company*, seria caracterizada no âmbito da regulação do país de listagem de suas ações, segundo a legislação europeia aplicável, como *alternative investment fund* (AIF), sendo submetida à Alternative Investment Fund Managers Directive ("AIFMD"), regulação da União Europeia aplicável a AIFs.

8. Esclarece o Consultente que, de acordo com a norma acima citada, a LDH deverá possuir um consultor de investimento (*investment manager*) devidamente registrado para atuar nessa função na Europa ou perante um órgão regulador estrangeiro aceito pela AIFMD. Deste modo, para a observação de tal legislação a Emissora procederá à contratação de SBLA Advisers Corp. ("Consultor de Investimento"), uma subsidiária integral do SoftBank Group Corp., com sede em

Delaware, registrada como um *investment adviser* junto à Securities and Exchange Commission dos Estados Unidos da América (“SEC”), de acordo com o US Investment Advisers Act of 1940.

9. A respeito da constituição da Emissora informa o Consultante que há a intenção de estruturar o capital social da LDH, bem como a governança corporativa desta, de forma a: permitir um alto grau de liquidez a detentores dos valores mobiliários; manter o controle da companhia com o SBG; proteger os acionistas minoritários com relação a transações com partes relacionadas e potenciais situações de conflito de interesse; adotar uma estrutura corporativa com órgãos e proteções societárias similares àquelas inerentes a uma companhia aberta brasileira, de forma que os administradores da LDH e seus acionistas controladores tenham deveres fiduciários, previstos no Estatuto Social da Emissora, similares àqueles aplicáveis a companhias abertas brasileiras; e propiciar uma maior proteção e segurança aos investidores brasileiros, mercado que será a principal fonte de captação no âmbito da Oferta.

10. Diante disso, o SGB pretende que os documentos societários da LDH prevejam:

- i. capital social dividido em duas classes de ações não resgatáveis: ações ordinárias classe A, as quais serviriam de lastro para emissão de BDRs e ações ordinárias classe B, as quais serão detidas exclusivamente pelo SGB e não serão listadas;
- ii. em termos de direitos políticos, que as ações de classe A tenham direito a um voto por ação nas deliberações sociais ao passo em que as ações de classe B tenham direito a 10 votos por ação nas deliberações sociais enquanto que, em termos de direitos econômicos, ambas as classes tenham os mesmos direitos;
- iii. a possibilidade que as ações ordinárias classe B sejam livremente e a qualquer momento convertidas em ações ordinárias classe A, na proporção de 1:1, existindo ainda previsão de conversão automática de todas as ações classe B em classe A, caso a participação do SBG na LDH seja reduzida a menos de 10% do total de ações emitidas;
- iv. direito de preferência em futuros aumentos de capital da LDH para ambas as classes de ações, sujeitos às exceções usuais no Brasil, incluindo a emissão de ações em decorrência de planos de opção e de ofertas públicas de distribuição;
- v. a existência de conselho de administração composto por pelo menos 5 membros, sendo no mínimo dois, ou 20% do total, o que for maior, conselheiros independentes, sendo que detentores de no mínimo 15% das ações ordinárias classe A terão direito de eleger um dos conselheiros independentes em eleição em separado, sem a participação de detentores de ações ordinárias classe B;
- vi. tag-along em eventual alienação de controle;
- vii. a formalização de política de transações com partes relacionadas e gerenciamento de conflitos de interesses para estabelecer mecanismos de fiscalização e regras para atuação em potenciais conflitos entre o SBG e/ou o Consultor de Investimento de um lado e a LDH de outro;
- viii. política de investimentos a ser aprovada pelo conselho de administração que indicará os limites dentro dos quais o Consultor de Investimento contratado poderá realizar investimentos e desinvestimentos em companhias abertas ao passo em que operações com companhias abertas acima dos valores ou em termos diferentes dos estabelecidos na política de investimentos, bem como operações com companhias fechadas, dependerão da aprovação do conselho de administração da LDH;

- ix. adicionalmente à obrigação de indicação de representante legal, à luz da Instrução CVM nº 480/09, a constituição de um procurador que seja pessoa jurídica; e finalmente
- x. que algumas matérias específicas, a serem detalhadas nos documentos constitutivos da LDH, deverão contar com a aprovação dos detentores de ações ordinárias classe A ou aprovação da maioria dos membros do conselho de administração, incluindo pelo menos um membro independente.

11. Feita a apresentação a respeito da Emissora e da oferta de distribuição pretendida, acima sumarizada em seus principais aspectos, a Consulta passa a abordar os temas em relação aos quais busca posicionamento da CVM esclarecendo os principais argumentos que fundamentam a opinião do Consulente.

1.2. **NATUREZA JURÍDICA DA EMISSORA**

12. Pontuando que no âmbito da regulação europeia a LDH será tratada como "*fundo de investimento alternativo*", o Consulente buscou demonstrar que a decisão pretérita do Colegiado da CVM, proferida em 15/08/2006 no âmbito do Processo CVM RJ-2006-1378 ("Caso Precedente")^[1], não seria aplicável ao presente caso.

13. Nesse sentido, o SBG indica que na sua visão, as principais preocupações manifestadas pela CVM no âmbito do Caso Precedente, com relação à emissão de BDRs lastreados em cotas de fundos de investimentos estrangeiros ou ações de *investment companies* seriam (i) a entidade emissora dos valores mobiliários que servirão de lastro aos BDRs ser correspondente econômico de uma companhia aberta brasileira; (ii) evitar a arbitragem regulatória; e (iii) não estar de acordo com a política estabelecida pelo CMN.

14. Em relação à semelhança da LDH a uma companhia aberta brasileira, foi destacado inicialmente que a Emissora, segundo normas regulatórias das Ilhas Cayman, seu país de constituição, não é considerada como um fundo de investimento, mas sim como um "*arranjo não de fundo de investimento*" e ainda que, não obstante a equiparação para fins regulatórios europeus da LDH a um fundo de investimento, entendem que esta se assemelha muito mais a uma holding brasileira, registrada como companhia aberta, do que com um fundo de investimento, à luz dos aspectos societários anteriormente apresentados, ora destacados no parágrafo 10, acima.

15. Prossegue apontando que na legislação e regulamentação brasileiras, fundos de investimento são definidos juridicamente não só por seu objetivo, mas também por sua natureza jurídica, de condomínio especial, ou seja, sem personalidade jurídica. Nesse sentido, destaca que a Emissora teria personalidade jurídica e efetivos órgãos societários, com substância e mecanismos de governança típicos de companhias abertas.

16. Outro ponto evidenciado pelo Consulente foi o fato de que os fundos de investimentos brasileiros exigem, via de regra, um administrador, um gestor e um custodiante, e que, na ausência de personalidade jurídica de tal estrutura, o administrador é responsável por representar o fundo para todos os fins e efeitos de direito. Diante disso, apontou o Consulente que os fundos de investimentos brasileiros possuem prestadores de serviço mandatários pela regulamentação da CVM, o que não se observa na LDH, exceto pelo Consultor de Investimento, cujo papel na Emissora, afirma, será bastante limitado e cuja atuação estará sujeita às deliberações do conselho de administração.

17. Outro argumento trazido pelo Consulente com vistas a justificar a maior semelhança da LDH com uma companhia aberta do que com um fundo de investimento é o fato de que a governança e os direitos outorgados aos acionistas da LDH, mesmo que possam ser replicados em fundos de investimento, não são característicos de tais estruturas, nas quais usualmente se observa governança

menos robusta, apontando que: "(i) o gestor pode possuir grande discricionariedade na alocação dos ativos do fundo; (ii) não é usual a existência de membros independentes em seus órgãos; e (iii) habitualmente os cotistas/investidores possuem direitos reduzidos (não incluindo, necessariamente, direito de preferência, direito de tag-along e possibilidade de eleição em separado de membros de seus órgãos, por exemplo).".

18. Foi também destacado que, apesar da Emissora ter como objeto social "realização de investimentos minoritários em companhias fechadas e abertas" e que tal atividade "assemelha-se à atividade de um fundos de investimentos", seu objeto social coincide com os de algumas holdings brasileiras registradas como companhias abertas, tais como Itaúsa S.A. e Padtec Holding S.A., em relação às quais traçou comparativo das principais características de governança corporativa.

19. Conclui portanto o Consultante, com base em tais argumentos que "a LDH se assemelha a uma holding brasileira registrada como companhia aberta, devendo, portanto, se enquadrar na definição de "companhia aberta ou assemelhada" prevista na Instrução CVM 332/00.". Ainda em tal avaliação apontou que "muitas companhias constituídas como exempted companies em Cayman Islands estão registradas como foreign private issuers na SEC, para fins da realização de IPOs, o que a nosso ver reforça essa conclusão."

20. Passando a tratar do aspecto contido no Caso Precedente que se comunica com a eventual divergência então apontada em relação à política estabelecida pelo CMN, foi evidenciado pelo Consultante que uma vez que a Resolução do CMN nº 2.763 foi revogada pela Resolução do CMN nº 3.412, deixando-se de caracterizar o que seriam os ativos que poderiam dar lastro a BDRs, o óbice regulatório exposto na decisão daquele caso foi superado. Apontou o Consultante que corrobora tal entendimento o fato de ter sido autorizada, no âmbito da Resolução da CVM nº 3/00 a emissão de certificados representativos de cotas de fundo de índice admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários no exterior.

21. Finalmente passando a tratar do aspecto levantado pelo Caso Precedente relacionado à possibilidade de arbitragem regulatória, o Consultante passa a discorrer sobre seus argumentos que subsidiam sua avaliação pela descaracterização de tal situação.

22. Segundo o SoftBank Group Corp., não há o que se falar em arbitragem, uma vez que a LDH estará sujeita à supervisão e regulação de órgãos governamentais e reguladores da Holanda, das Ilhas Cayman e do próprio Brasil, além do fato de que o Consultor de Investimento está sujeito à supervisão da SEC. Fundamentando tal percepção aponta que:

- i. a LDH será constituída e sediada nas Ilhas Cayman, "país com instituições bem estabelecidas e que impõe regras de governança às companhias lá registradas" e cuja legislação, baseada na legislação inglesa, conta com "todas as proteções legais exigidas para a boa governança de LDH, incluindo deveres fiduciários estabelecidos em common law";
- ii. os deveres fiduciários que devem ser observados pelos administradores, nos termos da legislação das Ilhas Cayman, serão expressamente reiterados nos atos constitutivos da LDH. Exemplifica listando os deveres fiduciários informados no Form F-1 - Registration Statement da StoneCo Ltd., também constituída como uma exempted company nas Ilhas Cayman;
- iii. o mercado de listagem das ações da LDH, a Euronext Amsterdam, tem seu órgão regulador coberto pelo acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações com a ESMA - Autoridade Europeia para Valores Mobiliários e Mercados; e
- iv. por força da regulação europeia, a LDH contará com Consultor de

Investimento registrado na SEC sendo, portanto, fiscalizado por um órgão regulador reconhecido, com o qual a CVM possui acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações.

1.3. **CARACTERIZAÇÃO ENQUANTO EMISSOR ESTRANGEIRO**

23. Nesse tópico o Consulente apresenta seus argumentos com vistas a fundamentar que, não obstante o fato de que mais de 50% dos ativos da SBLAF, por sua vez único ativo da LDH no momento do IPO, estar indiretamente localizados no Brasil, seu enquadramento enquanto emissor estrangeiro deve se consubstanciar no art. 1º, inciso I, alínea 'a' do Anexo 32-I da ICVM 480, o qual prevê que o emissor estrangeiro deve ter *"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"*.

24. Dito isso, inicialmente, aponta a SBG que quando ocorrer o *"IPO, 100% dos ativos da LDH consistirão em uma participação de 14% a 18% no SBLAF, uma limited partnership constituída com base nas leis da Província de Ontario, no Canada [anteriormente na Consulta informou-se que a SBLAF foi constituída na província canadense de Alberta, em 2019]. Posteriormente ao IPO, a LDH deverá utilizar os recursos levantados para realizar novos investimentos minoritários em companhias abertas e fechadas na América Latina."* Em relação às receitas, prossegue afirmando que, considerando a natureza de sua atividade, à Emissora não será aplicável a elaboração de demonstração financeira consolidada, sendo que seus investimentos serão contabilizados por valor justo, e ainda que suas demonstrações financeiras não indicarão receitas.

25. Deste modo, afirma o Consulente que à luz da *"natureza da LDH, de companhia holding pertencente a um grupo verdadeiramente estrangeiro que apenas indiretamente possuirá participações minoritárias em diversos países da América Latina, incluindo o Brasil, entendemos que a demonstração financeira da própria LDH, demonstrando que a totalidade de seus ativos no momento do IPO encontram-se no Canadá, é a que melhor representa a essência econômica de seus negócios para fins da classificação como emissor estrangeiro para os fins da ICVM 480"* e que desta forma a *"LDH estaria enquadrada na Composição de Ativos e Receitas"*.

26. Para fundamentar tal percepção a SBG iniciou sua argumentação recorrendo ao Edital de Audiência Pública SDM nº 08/19, que propôs a minuta do que seria a Resolução CVM nº 3/00, apontando que naquela oportunidade *"a CVM esclareceu que as alterações [na ICVM 332] tinham como objetivo permitir que emissores estrangeiros acessassem o mercado de capitais brasileiro, apesar de terem a maioria de seus ativos localizados no Brasil. Adicionalmente, reforçou sua intenção de evitar que emissores com atividades preponderantemente no Brasil se estruturassem artificialmente como entidades estrangeiras"*.

27. Prossegue apontando que no momento do IPO, considerando que a participação em SBLAF será o único ativo de LDH, *"todos os ativos da LDH estarão formalmente localizados no Canadá. No entanto, analisando exclusivamente a localização dos ativos das sociedades indiretamente investidas pela LDH, poder-se-ia entender que LDH não está enquadrada no critério de Composição de Ativos e Receitas"*.

28. A esse respeito, afirma a SBG estar *"convencido de que a LDH deveria ser vista como uma verdadeira companhia estrangeira por diversas razões"* apresentando as razões abaixo transcritas:

- *LDH é uma companhia constituída e existente de acordo com as leis das Ilhas Cayman.*

- *A maior parte dos ativos da LDH estão localizados, por meio de uma participação minoritária no SBLAF, em uma limited partnership canadense, no Canadá.*
- *Todos os membros do time de gestão do SBLAF e da LDH têm residência e desempenham suas funções fora do Brasil, sendo 5 deles em Nova Iorque, 6 em Miami e 1 em San Carlo.*
- *Os principais escritórios do SBLAF estão localizados em Miami e Nova Iorque, nos Estados Unidos da América.*
- *O controlador final da LDH, do SBLAF e do Consultor de Investimento é o SBG, uma corporation constituída no Japão e listada na bolsa de valores de Tóquio.*
- *Um percentual significativo dos ativos do SBLAF está atualmente representado por sociedades não-brasileiras. Excluindo-se o investimento do SBLAF no Banco Inter S.A., uma companhia aberta regulada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil, o percentual correspondente a sociedades não brasileiras nos ativos de SBLAF seria de aproximadamente 50%.*
- *Todos os atuais investimentos do SBLAF no Brasil são representados por participações minoritárias em companhias administradas por terceiros, nas quais nem SBLAF, nem LDH, têm ou terão controle ou direitos de administração relevantes, que não típicos de proteções minoritárias.*
- *A LDH não possui ingerência nos ativos brasileiros do SBLAF, especialmente pelo fato de que a própria participação da LDH no SBLAF é uma participação minoritária.*
- *Apesar da atual localização dos ativos das investidas indiretas da LDH ser predominantemente no Brasil, essa composição irá variar a depender, entre outros, de (i) novos investimentos feitos pela LDH; (ii) novos investimentos feitos pelo SBLAF; (iii) a performance de cada uma das investidas indiretas no Brasil e em outros países da América Latina; e (iv) a variação cambial entre o real e as moedas funcionais das investidas do SBLAF.*

29. Ainda, para corroborar sua visão de que a LDH deve ser tratada como emissor genuinamente estrangeiro, o Consulente fundamenta sua opinião e características da oferta de distribuição na Holanda e inicia esta abordagem afirmando que a Emissora *"terá suas ações listadas na Euronext Amsterdam e fará uma oferta de ações na Holanda, a ser registrada perante a AFM. O SBG e a LDH envidarão melhores esforços para que 5% a 10% do total de ações do IPO sejam colocados na Holanda, de maneira que haja efetivamente um mercado e liquidez das ações de LDH em tal jurisdição"*.

30. Aponta que a revisão do prospecto da Oferta na Holanda, assim como ocorre no Brasil, envolve a verificação sobre a completude e consistência das informações divulgadas, bem como a verificação se o prospecto contém todas as informações materiais para que investidores façam uma decisão de investimento informada. Ressalta que as regras da Euronext Amsterdam exigem que ao menos 25% das ações de LDH sejam "oferecidas ao público", do que aduz que, mesmo que não seja necessário que tais ações em circulação sejam necessariamente detidas por investidores no mercado de capitais holandês, os reguladores holandeses devem ter incentivos para ativamente fiscalizar se Emissora está em conformidade com os requerimentos atualmente aplicáveis, visando proteger os interesses de investidores minoritários.

31. Indica ainda que o Consultor de Investimento, no caso concreto entidade registrada na SEC, é considerado naquela jurisdição como um agente fiduciário da LDH e portanto sujeito a vários deveres e obrigações, de forma que *"o monitoramento da SEC sobre o Consultor de Investimento representaria uma proteção adicional para a LDH, beneficiando, em última análise, seus acionistas"*.

32. Também com o intuito de defender sua caracterização enquanto emissor estrangeiro com base na alínea 'a' do inciso I, do art. 1º, do Anexo 32-I da ICVM 480 indica o Consulente que poderia submeter a LDH voluntariamente à regulação e supervisão da Autoridade Monetária das Ilhas Cayman, de modo a que

a Emissora passe a estar submetida a mais um regulador com o qual a CVM "*possui acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações*".

33. Trata ainda o SBG, neste tema, a respeito da vinculação entre o intuito demonstrado, pela Autarquia, por oportunidade da edição da Resolução CVM nº 3/00, no sentido de "*tornar o Brasil um centro regional de liquidez na América Latina, contribuindo, também, para o crescimento sadio do mercado de valores mobiliários*" e o fato de ser o SoftBank Group Corp. "*o investidor mais relevante em empresas de tecnologia brasileiras e na América Latina desde que entrou na região em 2019, tendo investido mais de US\$2,0 bilhões nesse curto período*".

34. Finalmente foi abordado pelo Consulente precedente da CVM acerca da caracterização de emissores estrangeiros contido na dispensa concedida em 2012 à Lan Airlines S.A. (atualmente LATAM S.A.), companhia que apesar de ter a maioria de seus ativos localizados no Brasil em decorrência da combinação de negócios com a TAM S.A., foi enquadrada na regra então vigente do Anexo 32-I da ICVM 480 por se tratar de uma companhia verdadeiramente estrangeira.

35. Ainda relacionando-se ao tema que trata do enquadramento da LDH aos critérios estabelecidos pelo art. 1º do Anexo 32-I da ICVM 480, o Consulente aponta a interpretação de que, em sendo o emissor genuinamente estrangeiro, seu principal mercado de negociação pode ser o Brasil, conforme decidiu o Colegiado por unanimidade no âmbito da consulta sobre a Instrução CVM nº 480/09, em função da alteração promovida pela Resolução CVM nº 3/20, objeto do Processo SEI 19957.005751/2020-01.

1.4. CARACTERIZAÇÃO ENQUANTO EMISSOR EM FASE OPERACIONAL

36. Nesta seção da Consulta, buscou-se demonstrar que a LDH não deve ser considerada pré operacional, conforme caracterizado pelo art. 32, § 3º, da ICVM 400^[2], segundo o qual será considerado pré-operacional o emissor que não tiver apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM.

37. Nesse sentido aponta a SBG que a Emissora no momento do IPO, será uma companhia formalmente constituída por um curto período de tempo e com apenas um investimento minoritário no SBLAF, que por sua vez foi constituído em outubro de 2019 que reúne participações em empresas, em sua maioria sociedades em operação há mais de dois anos, originalmente adquiridas por outras empresas do grupo do SBG a partir de fevereiro de 2019 e posteriormente transferidos para o SBLAF, bem como outras participações em empresas adquiridas após outubro de 2019.

38. Prosseguindo, aponta o Consulente que "*em razão da natureza das atividades desenvolvidas pela LDH (realização de investimentos minoritários em outras companhias), tem-se que o conceito de "receita" não nos parece ser o mais adequado para caracterizar, ou não, que uma companhia nesse ramo de atividade seja pré-operacional*". Isto porque, conforme alega a Consulta, em tais situações, por força da aplicação do IFRS 10, os emissores terão seus investimentos sempre contabilizados a valor justo (ao invés de equivalência patrimonial) e a apuração de receitas em tais casos dependerá dos resultados, distribuições e desinvestimentos nas companhias de seu portfólio, o que pode não ocorrer por um longo período de tempo, sobretudo quando o investimento é realizado em companhias que estão numa fase inicial de seu desenvolvimento.

39. Entretanto, na visão do SoftBank Group Corp. tal aspecto "*não descaracteriza, por certo, a natureza operacional [da LDH] da holding, uma vez que a verificação - ou não - de receitas, decorre da natureza de suas atividades*

do que uma evidência da sua operação. Adicionalmente, a despeito de não apresentar receitas, a LDH, bem como SBLAF, apresentarão em suas demonstrações financeiras relativas ao último exercício social "despesas operacionais", evidenciando que existe, efetivamente, uma operação sendo financiada."

40. Aponta ainda que "[c]onsiderando a data de constituição do SBLAF e da LDH, pretende-se apresentar nos documentos brasileiros relativos ao IPO, além das demonstrações financeiras auditadas da LDH [...] as demonstrações financeiras pro forma, que têm o objetivo de demonstrar a variação decorrente das valorizações/desvalorizações não realizadas, sem efeito-caixa, oriundos dos investimentos que a LDH possuirá em seu portfólio no momento do IPO não se caracterizando, assim, como uma companhia pré-operacional."

1.5. **SOLICITAÇÕES FORMULADAS**

41. À luz de tais argumentos, cujos principais termos foram acima relatados, o SoftBank Group Corp. solicita:

- i. A confirmação de que a estrutura societária e regras de governança adotadas pela LDH a qualificarão como uma companhia assemelhada a companhias abertas brasileiras;
- ii. A confirmação, em tese, do enquadramento da LDH ao critério da Composição de Ativos e Receitas e, portanto, de sua caracterização como emissor estrangeiro, nos termos da ICVM 480, apto a patrocinar programa de BDRs nível III, podendo, portanto, ter seu principal mercado de negociação no Brasil;
- iii. A confirmação de que LDH não seria tratada como uma companhia pré-operacional e que o pedido de registro do IPO não ensejaria a necessidade de preparação de estudo de viabilidade.

II. DA ANÁLISE:

42. Diante dos assuntos abordados e por se tratar de uma consulta conjunta, a SRE apresenta neste documento sua manifestação a respeito da **natureza jurídica da LDH** e em conjunto com a SEP analisa sua **eventual caracterização como emissor pré-operacional**. Já a SEP manifestar-se-á em relação ao enquadramento, em tese, da **LDH como emissor estrangeiro e à possibilidade de que seu principal mercado de negociação seja o Brasil**.

43. Adicionalmente, serão apresentados pela SEP comentários em relação às regras de governança corporativa anunciadas pela LDH, em razão da relevância que o assunto proteção a investidores possui quando se trata de emissores estrangeiros, tendo em vista a limitação de alcance da CVM para apurar e punir eventuais condutas irregulares de administradores e acionistas controladores envolvendo emissores sediados em outras jurisdições.

NATUREZA JURÍDICA DA EMISSORA

44. Inicialmente abordaremos a avaliação a respeito da **natureza jurídica da Emissora** com vistas a nos manifestarmos sobre seu enquadramento enquanto companhia assemelhada à companhia aberta brasileira, de modo que suas ações estejam aptas a lastrear programa de BDR, nos termos do art. 2º da ICVM 332, que dispõe:

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

45. A questão é suscitada, no âmbito da Consulta, na medida em que a Emissora, **constituída em seu país de origem**, as Ilhas Cayman, **sob a forma de uma exempted company**, será considerada **em seu país de listagem**, a Holanda, como um "**fundo de investimentos alternativos**" nos termos da regulação europeia. Nesse contexto, o Consulente apresenta seus argumentos em prol da não aplicabilidade, ao caso em tela, da decisão do Colegiado no Caso Precedente, quando aquele órgão, por unanimidade, manifestou-se no sentido de que "*os fundos de investimento organizados como "investment companies" não podem, por enquanto, estabelecer programas de BDR (...)*".

46. Cumpre nesse momento citar que o tema em tela já foi apreciado por esta área técnica no âmbito de dois outros processos (Processos SEI 19957.006232/2020-52 - G2D Investments, Ltd. e 19957.007302/2020-90 -VBI US RE Holdco). Em tais casos, a SRE demonstrou preocupação em relação a eventuais arbitragens ou mesmo assimetrias regulatórias, conforme apontadas nas manifestações contidas nos docs SEI 1167376 e 1168849, as quais seriam inerentes ao fato de que aqueles emissores, apesar de formalmente constituídos como entidades emissoras de ações que seriam admitidas à negociação - portanto, na visão da citada área técnica, denotando a semelhança à companhia aberta brasileira, teriam essência de entidades que, caso constituídas no Brasil, seriam fundos de investimento. Nos dois referidos casos, buscava a SRE junto ao Colegiado a avaliação sistêmica da inserção de produto que guarda relevantes similitudes à indústria local de fundos de investimento, quer seja a distribuição de BDRs lastreados em ações de entidades que em essência atuam como veículos de investimento, à luz da competência daquele órgão sobre a avaliação do posicionamento regulatório da CVM, inclusive com vistas a eventual delimitação de condições que possam ser aplicáveis à oferta e/ou ao investimento em tais valores mobiliários, com vistas a mitigar as arbitragens e assimetrias regulatórias então abordadas.

47. Ao apreciar ambos os casos o Colegiado indicou, especificamente no Processo SEI 19957.007302/2020-90, conforme consta na ata da reunião realizada em 05/01/2021, que "*o exame de casos como o sob análise deve consistir em verificar se o emissor estrangeiro preenche os requisitos essenciais de uma companhia aberta brasileira, notadamente: (i) personalidade jurídica, (ii) responsabilidade limitada dos acionistas, (iii) ações admitidas a negociação em bolsa ou mercado organizado, (iv) administração delegada, que possua como instância máxima (ou única) um órgão colegiado, e (v) direito dos acionistas de voto e a dividendos. Orientou que, nos casos futuros, os requerentes demonstrem como satisfazem a esses requisitos.*". A respeito do posicionamento regulatório frisou o Colegiado que "*os diversos casos [...] que discutem as ofertas e os emissores de BDR, e as considerações sobre assimetrias regulatórias feitas pelas áreas técnicas em suas respectivas manifestações, acostadas nos autos deste processo, reforçam a necessidade de revisão da Instrução CVM 332 no âmbito do projeto normativo sobre os BDR, o qual já está previsto na agenda regulatória de 2021.*".

48. Nesse sentido, pautada pelo princípio de que a intenção das partes se sobrepõe à forma jurídica contratada, esta área técnica entende estarem presentes também na estrutura objeto da Consulta as mesmas preocupações identificadas nos dois casos acima citados. Tal ponto é, inclusive, ressaltado pelo próprio Consulente em sua manifestação ao citar a similaridade de sua atuação comparativamente a de um fundo de investimento em participações ("FIP"), conforme relatado no parágrafo 4º, acima. Entendemos que ao fazer referência a uma "classe de ativos até então restrita a poucos investidores institucionais especializados em capital de risco ("venture capital")" [grifo nosso] a SBG sugere paralelo dos BDRs lastreados em ações da LDH com os FIPs classificados como "Multiestratégia - Investimento no Exterior" os quais nos termos

do § 2º do art. 18 da Instrução CVM nº 578/16 são destinados exclusivamente a investidores profissionais. Entendemos que seria importante registrar tais considerações, ainda que o entendimento do Colegiado tenha sido em sentido diverso, razão pela qual inclusive, no escopo da análise ora conduzida, esta área técnica irá se ater exclusivamente à abordagem de análise indicada na manifestação do Colegiado citada.

49. Isto posto, da mesma forma como abordado no Processo SEI 19957.006232/2020-52, esta área técnica preliminarmente aponta que, por não ser a área competente, no âmbito da Autarquia, para a avaliação de aspectos societários, buscou na literatura elementos conceituais que fossem relevantes para a avaliação dos pilares acima indicados, os quais, ao serem enunciados na obra "The Anatomy of Corporate Law", buscam fornecer um arcabouço de aplicação geral, a despeito das peculiaridades dos direitos societários de cada jurisdição considerada.

50. Nesse sentido gostaríamos de iniciar a análise com o seguinte trecho extraído do artigo "Uma resenha brasileira de The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach", de Luís Gustavo Haddad, publicado na Revista de Direito da FGV de maio de 2005.

o direito societário teria, para os autores, para além de sua conformação específica em cada jurisdição, as seguintes funções essenciais: (a) *prover os agentes econômicos de uma estrutura ou forma societária que contemple as características jurídicas básicas acima mencionadas;* e (b) **disciplinar os conflitos de interesses subjacentes ao funcionamento dessa estrutura societária, com vistas à contenção dos comportamentos oportunistas que podem ser adotados pelos agentes econômicos envolvidos e ao aumento da eficiência da unidade econômica considerada.** [grifo nosso]

51. À luz da função a ser desempenhada pelo direito societário conforme pontuado no item "b" acima, entendemos que pode haver sinais que apontam para certa fragilidade do caso concreto no que diz respeito ao atendimento à integralidade dos pressupostos que devem ser contemplados em uma entidade para que a mesma se mostre compatível com o tipo societário da sociedade anônima, de capital aberto.

52. Passando à avaliação dos requisitos essenciais, indicados pelo Colegiado em 05/01/2021, e com a ressalva de se tratar de uma Consulta preliminar, não tendo sido apresentados, até o momento, documentos que consubstanciem tais informações prestadas, entendemos que as informações prestadas no âmbito da Consulta permitem que a SRE aponte estarem presentes neste caso:

- i. personalidade jurídica: *a LDH possuirá personalidade jurídica;*
- ii. responsabilidade limitada dos acionistas: *o SBG pretende criar uma subsidiária com sede nas Ilhas Cayman, denominada LatAm Digital Holding Limited ("LDH"), constituída sob a forma de uma exempted company;*
- iii. ações admitidas a negociação em bolsa ou mercado organizado: *Na Holanda, a operação envolveria (i) a listagem das ações emitidas pela LDH na principal bolsa de valores de Amsterdam, a Euronext Amsterdam ;*
- iv. administração delegada, que possua como instância máxima (ou única) um órgão colegiado: *LDH procederá à contratação de SBLA Advisers Corp., uma subsidiária integral do SoftBank Group Corp. [...] ("Consultor de Investimento"). [N]ão obstante a contratação do Consultor de Investimento [...] o conselho de administração terá a palavra final no processo de decisão sobre novos investimentos e desinvestimentos em companhias fechadas, o que representará a*

maior parte do uso dos recursos da LDH; e

- v. direito dos acionistas de voto e a dividendos: *SBG pretende incorporar a seguinte estrutura de capital e governança nos documentos societários da LDH [...] Direitos Políticos das Ações [...] Direitos Econômicos das Ações*

53. Cabe ressaltarmos que, embora a decisão pela contratação especificamente de subsidiária integral (SBLA) do acionista controlador (SBG) para o exercício da atividade de Consultor de Investimento, o que poderia implicar na anulação dos efeitos esperados decorrentes da delegação da administração no que se refere à mitigação de risco de conflito de interesses, neste caso concreto informa o Consulente sobre o estabelecimento de Política de Investimento através da qual, em relação a parte significativa das decisões, não há ingerência do Consultor de Investimento, remanescendo o poder decisório junto ao Conselho de Administração, por sua vez composto por no mínimo 20% do total de conselheiros independentes, com a possibilidade de eleição em separado por parte dos detentores de ações ordinárias classe A (que darão lastro aos BDRs).

54. Por todo o exposto, à luz do escopo de análise indicado pelo Colegiado para casos como o ora em análise, entendemos que deve a LatAm Digital Holding Limited ser considerada como assemelhada à companhia aberta, portanto estando apta a ter suas ações como lastro de programas de BDR.

55. Gostaríamos, entretanto de pontuar determinado argumento do Consulente empregado em sua manifestação a respeito da natureza jurídica da LDH, notadamente quando afirma que "*muitas companhias constituídas como exempted companies em Cayman Islands estão registradas como foreign private issuers na SEC, para fins da realização de IPOs, o que a nosso ver reforça essa conclusão.*", principalmente porque se comunica com aspecto apontado pela SRE na análise dos processos citados no parágrafo 46. Com efeito, naqueles processos foi destacado pela SRE que:

Outro aspecto relevante que gostaríamos de abordar é a questão relativa à **impossibilidade**, no âmbito da legislação norte-americana, **de constituição de programas de ADR com base em valores mobiliários de emissão de investment companies**, transcrevendo abaixo trecho de material elaborado pela SEC [...]:

An investment company that is organized or otherwise created under the laws of a foreign country may not register as an investment company, or publicly offer its securities through interstate commerce in the United States, unless the company applies to the Commission for an order permitting the company to register under the Investment Company Act, and to make a public offering in the United States. The Commission may issue an order granting the application if the Commission finds that, by reason of special circumstances or arrangements, it is both legally and practically feasible effectively to enforce the provisions of the Investment Company Act against the company, and further finds that granting the application is otherwise consistent with the public interest and the protection of investors. See [Section 7\(d\) of the Investment Company Act](#). Foreign investment companies, however, generally find it difficult or undesirable to meet this standard because foreign regulatory schemes differ significantly from the Investment Company Act.

[https://www.sec.gov/investment/fast-answers/divisionsinvestmentinvcorg121504htm.html#P52_4641].

56. Ao trazer tal argumento não esclarece o Consulente que a constituição como "*Exempted Company*" nas Ilhas Cayman tem como principal norte o fato de estar a companhia envolvida em atividades fora daquele País, conforme apresenta o General Registry das Ilhas Cayman: *Where the proposed activities of a company are to be carried out mainly outside of the Cayman Islands - offshore - the*

registrants can apply for registration as an exempted company. Is not required to keep a register of members open for public inspection (a requirement for resident and non-resident companies). Não guarda, portanto, tal classificação (bastante abrangente inclusive) qualquer relação com a forma de condução da atividade da companhia, como no caso da classificação como *Investment Company* sob a regulação americana.

57. Com efeito, outro trecho extraído de material elaborado pela SEC, ao tratar de *Foreign Private Issuers*, quando combinado ao trecho citado no parágrafo 55, acima reforça a contextualização que buscamos demonstrar.

A key consideration for a foreign company is whether it qualifies as a foreign private issuer as defined in [Rule 405](#) of Regulation C under the Securities Act and [Rule 3b-4](#) under the Exchange Act. If a company does not qualify as a foreign private issuer, it is subject to the same registration and disclosure requirements applicable to domestic U.S. entities. [grifo nosso]

[<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/international/foreign-private-issuers-overview.shtml#IIA>]

58. Nesse sentido, não obstante ser certo que nos falta experiência e mesmo considerando não ser, a presente análise, o fórum adequado para o aprofundamento da questão, entendemos relevante endereçar a conclusão trazida pelo Consultante conforme parágrafo 55, de modo que apontamos que não se pode afirmar que uma *Exempted Company* que possua características de uma *Investment Company*, para fins da regulação americana, seria considerada pela SEC como enquadrada na definição de *Foreign Private Issuer*, apta portanto a emitir ADRs naquele mercado. Sabemos, entretanto, que uma *Investment Company* estrangeira apenas poderia acessar o mercado de capitais americano obtendo a permissão da SEC para se registrar naquela jurisdição sob a regulação do *Investment Company Act*.

59. Nesse sentido, permanece válida a ponderação trazida pela SRE nos processos anteriores, qual seja ao estabelecer que *Investment Companies* estrangeiras apenas podem acessar o mercado americano mediante registro naquela jurisdição, na nossa visão a intenção daquele regulador é evitar que estruturas constituídas no exterior sob tal forma, mas que eventualmente não se sujeitem a parâmetros de regulação equivalentes, possam atuar com vantagem regulatória, desfavorecendo as *Investment Companies* constituídas nos EUA. Isso denota, a nosso ver, uma preocupação daquele regulador de que produtos iguais, veículos de investimento, fossem regulados ao amparo de normas diferentes. Em outras palavras, busca-se coibir que uma entidade de investimentos estrangeira, ainda que formalmente constituída como companhia, tenha uma vantagem competitiva em relação à mesma categoria constituída nos Estados Unidos, o que seria o caso em sendo permitido à *Investment Company* estrangeira registrar-se como *Foreign Private Issuer* para fins de emissão de ADR, sem submeter-se, fosse este o caso, ao arcabouço estabelecido naquela jurisdição a companhias que apresentam tal natureza, consubstanciado no *Investment Company Act* e *Investment Advisers Act*.

CARACTERIZAÇÃO ENQUANTO EMISSOR ESTRANGEIRO

60. Voltamo-nos agora à análise da **caracterização enquanto emissor estrangeiro**. Antes, convém lembrar que de acordo com o art. 1º, inciso I, do Anexo 32-I da ICVM 480, 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: (i) 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 (ii) cujo principal mercado de negociação atenda aos requisitos previstos no § 7º deste artigo.

61. Por sua vez, o referido parágrafo 7º dispõe que nos casos previstos no inciso I, "b", do caput, o principal mercado de negociação do emissor deve ser uma bolsa de valores e, cumulativamente: (i) ter sede fora do Brasil e em país cujo órgão regulador tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores - OICV; e (ii) ser classificada como "mercado reconhecido" no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM.

62. Inicialmente, convém salientar que as regras estabelecidas no Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/09 para a caracterização de emissores estrangeiros com valores mobiliários aptos a servir de lastro para a emissão de BDRs (embora recentemente alteradas pela Resolução CVM nº 3/20) vêm sendo objeto de debates no Colegiado da CVM nos últimos meses em razão de casos específicos apresentados no âmbito de processos de Registro Inicial de Emissor Estrangeiro e de Oferta Pública de Distribuição Inicial de BDRs. (Processos SEI 19957.005751/2020-01, 19957.005729/2020-53, 19957.006243/2020-32 e 19957.006230/2020-63).

63. Nesse contexto, diante das informações trazidas na consulta, cumpre destacar:

- i. a LDH será uma *exempted company* sediada nas Ilhas Cayman;
- ii. no momento do IPO, o único ativo da LDH será uma participação minoritária de 14% a 18% no SBLAF (uma *limited partnership* constituída no Canadá);
- iii. atualmente, a maioria dos ativos do SBLAF encontra-se localizada no Brasil;
- iv. por ser uma entidade de investimentos, a LDH não consolidará suas investidas e, portanto, não apresentará receitas (de suas operações), a não ser as provenientes, eventualmente, da valorização de seus ativos, os quais serão avaliados a valor justo.

64. Dessa forma, com base no acima exposto, entendemos estarem presentes, no caso concreto, características semelhantes às verificadas no âmbito do Processo SEI 19957.006243/2020-32 (G2D Investments, Ltd.), no qual o emissor solicitou dispensa do requisito de receitas previsto no art. 1º, inciso I, "a", do Anexo 32-I da ICVM nº 480/09, pelas mesmas razões aqui identificadas (entidade de investimento, nos termos do IFRS 10, com ativos contabilizados a valor justo e verificação de receitas dependente dos resultados, distribuições e desinvestimentos nas companhias de seu portfólio, o que poderá não ocorrer por um longo período de tempo).

65. Nesse sentido, em Decisão proferida no dia 12/01/2021 (1175976), o Colegiado da CVM decidiu, por unanimidade, pelo provimento da dispensa, com a condição, aprovada pela maioria, de que a companhia apresentasse as demonstrações financeiras individuais auditadas de suas investidas, seguindo os critérios estabelecidos no art. 27 da Instrução CVM nº 480/09, e outros documentos que permitissem à área técnica concluir pela preponderância de ativos e receitas no exterior, considerado o conjunto das investidas finais.

66. Todavia, no caso em tela, o SGB já afirma, de início (item 5.3.2 da consulta), que, indiretamente, a maioria dos ativos (e provavelmente das receitas)

da LDH estará localizada no Brasil. Especificamente sobre esse ponto, foram apresentadas na consulta as seguintes informações:

- i. atualmente, o SBLAF possui US\$ 2,0 bilhões (~ R\$ 10,8 bilhões pela cotação do dólar americano em 12/11/2020, data da Consulta - fonte: ipeadata.gov.br) investidos em participações minoritárias (entre 5% e 35%) em mais de 20 companhias de tecnologia localizadas no Brasil, México, Colômbia e Argentina (item 5.3.1 da consulta);
- ii. excluindo-se o investimento do SBLAF no Banco Inter S.A., o percentual correspondente a sociedades não brasileiras nos ativos de SBLAF seria de aproximadamente 50% (item 5.5.3 da consulta).

67. Nessa esteira, considerando a quantidade de ações detidas pelo Softbank no Banco Inter (a qual inferimos que seja por meio do SBLAF - item 2.2 da consulta), o valor dessa participação, na data da Consulta (12/11/2020), seria de aproximadamente R\$ 2,1 bilhões (1185277):

Participação no Banco Inter S.A.				
	Ações	Qtde	Cotação*	Valor da Participação
Softbank	ON	36,398,194	\$19.45	\$707,944,873.30
	PN	72,807,403	\$19.61	\$1,427,753,172.83
Total		109,205,597		\$2,135,698,046.13

* Em 12.11.2020 (data da consulta - fonte econômica)

** Dólar: 5.4088 (data da consulta) e R\$ 5.3818 (27.01.2021) - fonte ipeadata.gov.br

Total de ativos SBLAF** (USD 2 bilhões)		\$10,817,600,000.00	(a)
Total de participação do SBLAF no Banco Inter		\$2,135,698,046.13	(b)
Total de ativos SBLAF sem Banco Inter	100%	\$8,681,901,953.87	(c)
Total de ativos SBLAF no exterior	50%	\$4,340,950,976.94	(c) / 2 = (d)
Total de ativos SBLAF no Brasil - sem Banco Inter	50%	\$4,340,950,976.94	(c) / 2 = (d)
Total de ativos SBLAF no Brasil com Banco Inter		\$6,476,649,023.07	(b) + (d) = (e)

Total de ativos SBLAF no exterior	(d) / (a)	40.13%
Total de ativos SBLAF no Brasil	(e) / (a)	59.87%

68. Dessa maneira, com base nas informações disponíveis, estimamos que, na data da Consulta (12/11/2020), o total de ativos brasileiros no SBLAF, e por conseguinte na LDH (uma vez que o SBLAF será seu único ativo), seria de aproximadamente 60% do total de ativos da companhia. Ademais, cumpre mencionar que, no período entre a data da Consulta (12/11/2020) e a elaboração deste Ofício Interno (até 27/01/2021), as ações do Banco Inter apresentaram valorização de cerca de 113% em reais e 114% em dólares, o que, a nosso ver, teria aumentado ainda mais a base de ativos do SBLAF no Brasil.

69. Sendo assim, ainda que a Emissora possua as características indicadas no item 5.5.3 da consulta (tais como sede no exterior, time de gestão do SBLAF com residência e desempenho de funções fora do Brasil, participação minoritária nas investidas, sobre as quais nem o SBLAF nem a LDH terão ingerência, e controlador final constituído no Japão) e apresente as demonstrações financeiras individuais auditadas de suas investidas finais, tal como decidido pelo Colegiado no âmbito do Processo SEI 19957.006243/2020-32; com base na atual redação da norma e nos critérios escolhidos pelo regulador para a caracterização de emissores estrangeiros com valores mobiliários aptos a servir de lastro para a emissão de BDRs, entendemos que a LDH não se enquadrará no requisito de ativos e receitas previsto no art. 1º, inciso I, "a", do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/09.

70. Sob essa perspectiva, em relação ao argumento de que a composição

de ativos da LDH irá variar no futuro, a depender, entre outros, de (i) novos investimentos feitos pela Emissora; (ii) novos investimentos feitos pelo SBLAF; (iii) performance de cada uma das investidas indiretas no Brasil e em outros países da América Latina; e (iv) variação cambial entre o real e as moedas funcionais das investidas do SBLAF, entendemos que a norma em comento é bastante objetiva quando se refere aos momentos em que a CVM deve analisar o enquadramento da companhia como emissor estrangeiro:

Art. 1º Os certificados de depósito de valores mobiliários - BDR podem ter como lastro:

[....]

§ 3º O cumprimento dos requisitos previstos neste artigo será verificado por ocasião de:

- registro de emissor na CVM;*
- realização de oferta pública de distribuição de certificados de depósito de valores mobiliários - BDR; e*
- registro de programa de BDR.*

71. Por essa razão, a nosso ver, tal argumento não merece prosperar.

72. Por fim, seguindo a linha da consulta, o SBG afirma que, caso a área técnica entenda que a LDH não se enquadra no critério de composição de ativos e receitas, a LDH ainda assim deveria ser considerada um emissor estrangeiro no mesmo sentido do aprovado em 2012 com relação à Lan Airlines S.A., uma companhia chilena (atualmente LATAM S.A.) que teria recebido uma **dispensa** da CVM, apesar de ter a maioria de seus ativos localizados no Brasil (após a operação de combinação de negócios com a TAM S.A.), por se tratar de uma companhia **verdadeiramente estrangeira**.

73. A esse respeito, após diligências realizadas por esta área técnica, constatamos que essa dispensa, na verdade, **não aconteceu**, conforme se verifica pela troca de e-mails realizada com o escritório de advocacia que assessora o consulente (1187006):

[....]

*Apenas para dar o contexto da discussão no caso mencionado, a Lan Airlines S.A. pretendia realizar seu registro como emissora estrangeira, patrocinar um programa de BDRs e realizar a combinação de seus negócios com a TAM S.A. por meio de uma OPA de permuta, na qual seriam trocadas ações da TAM S.A. por BDRs da Lan Airlines S.A. Embora a Lan Airlines fosse uma companhia chilena, **havia a possibilidade** de que, após a liquidação da OPA e a combinação dos negócios, das duas companhias **o valor dos ativos localizados no Brasil fosse superior** ao valor dos ativos localizados fora do Brasil.*

*Como você irá perceber na argumentação evidenciada no item 4.8 e seguintes da Carta (1187017), ela se parece muito ao ponto que estamos levantando na presente consulta (**verdadeiro emissor estrangeiro**, sede fora do Brasil, etc.) e o pedido foi aceito e registrado pela CVM.*

Na verdade, não houve necessidade de uma dispensa, ao contrário do que indicado por um lapso na carta consulta do Soft Bank.

Permanecemos à disposição caso queira algum esclarecimento adicional. (grifamos)

74. Não obstante, ainda que o precedente de fato existisse, não seríamos favoráveis a tal entendimento, pois além de se tratar de um caso antigo (2012), é anterior à publicação da Resolução CVM nº 3/00, que como já dito, alterou a Instrução CVM nº 480/2009 com o objetivo de exigir, dentre outros requisitos (além dos ativos), que o emissor comprove a predominância de suas receitas advindas do exterior, tendo sido essa alteração assim justificada no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/19 - Processo CVM SEI nº 19957.000017/2019-12, item 2.1.2 (localidade de ativos e receitas):

Embora deseje flexibilizar o conceito de emissor estrangeiro, pelas razões

descritas no Edital de Audiência Pública e reiteradas neste relatório, a CVM permanece convencida da necessidade de mitigar os riscos associados aos emissores que possuam **atividade econômica preponderante no Brasil** e que possam **se organizar artificialmente** como empresas estrangeiras para captar recursos via instrumentos equivalentes a ações no mercado brasileiro **sem se submeter** às leis que o regem.

Isso justifica **um maior rigor** no manejo dos critérios que serão utilizados para aferir quando um emissor **efetivamente possui** atividades fora do Brasil e, por isso, a CVM optou pela cumulação dos requisitos de ativos e receitas. (grifamos)

[....]

75. Finalmente, em relação ao principal mercado de negociação do emissor vir a ser o Brasil, de fato, conforme indicado pelo SBG na consulta, em decisão proferida no dia 29/09/2020 (Processo SEI 19957.005751/2020-01), o Colegiado, por unanimidade, acompanhando a manifestação da SDM, entendeu que a expressão "ações", contida no art. 1º, § 1º, II, "b", do anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/2009, abrange ações e certificados de depósito de ações, de modo que a redação recém alterada da norma não impõe a obrigação de que o principal mercado de negociação do emissor estrangeiro se situe no exterior.

76. Contudo, vale mencionar também que esse entendimento foi alcançado em sede de consulta no âmbito de um processo de Registro Inicial de Emissor Estrangeiro (Navios South American Logistics Inc.) em que a empresa possuía a maioria de seus ativos e receitas no exterior. E essa questão, a nosso ver, é determinante para que o principal mercado de negociação do emissor possa ser o Brasil, senão vejamos:

Manifestação da SDM (Memorando nº 10/2020-CVM/SDM/GDN-1)

O presente processo administrativo foi instaurado por conta do pedido de registro inicial de emissor estrangeiro apresentado por Navios South American Logistics Inc. ("Companhia", "Emissora" ou "Navios").

O pedido foi dirigido à Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), que no curso de sua análise veio a consultar esta Superintendência de Desenvolvimento de Mercado ("SDM") sobre determinados aspectos da Instrução CVM nº 480, de 2009, tendo em vista sua alteração recente pela Resolução CVM nº 3, de 2020.

*As principais características do caso são as seguintes: a Emissora tem sede nas Ilhas Marshall, está em processo de listagem na bolsa de valores das Ilhas Cayman ("CSX"), **possui menos de 50% (cinquenta por cento) de seus ativos e receitas no Brasil** e pretende fazer uma oferta pública de distribuição primária e secundária de certificados de depósito de ações da espécie Patrocinado Nível III no Brasil.*

[....]

*Também é pertinente recordar as discussões ocorridas em função das contribuições da Audiência Pública. Houve sugestões específicas de exclusão do conceito de "principal mercado de negociação" do caput do art. 1º, de modo a ressaltar o caráter alternativo dos critérios de (i) ativos e receitas no exterior e (ii) principal mercado de negociação. Como argumento apresentado em defesa dessa sugestão, foi apontado que a menção ao "principal mercado de negociação" no caput estaria exigindo do emissor **com ativos e receitas no exterior** que também tivesse como principal mercado de negociação uma bolsa de valores no exterior.*

(grifamos)

Na resposta sobre esse tópico no Relatório de Audiência Pública 08/19, restou consignado que a referência ao "principal mercado de negociação" poderia permanecer no caput e que daí não decorreria a exigência de que o principal mercado de negociação se situasse no exterior - se o mercado de maior volume

estivesse situado no Brasil, esse seria o “principal mercado de negociação” do emissor estrangeiro. É válido frisar que o relatório de audiência pública foi ajustado, depois de sua divulgação original, para trazer maior clareza sobre esse ponto em particular (Relatório de Audiência Pública 08/19, página 12):

É importante esclarecer que existem, de fato, dois critérios alternativos que qualificam um emissor a ter ações de sua emissão como lastro de BDR no Brasil: o dos “ativos” (art. 1º, I) e o do “mercado de negociação reconhecido” (art. 1º, II, e § 6º, na Minuta e § 7º na versão final da norma). A redação deixa claro que eles não precisam ser observados cumulativamente.

*Nesse sentido, vale dizer que o emissor de BDR lastreado em ações necessariamente terá um principal mercado de negociação, conforme definido no art.1º, § 1º, II. Contudo, nem sempre este mercado principal será um mercado reconhecido, conforme redação do § 6º da Minuta e § 7º da versão final da norma. Dessa forma, o requisito do inciso II vai além do principal mercado de negociação e apenas se perfaz com o cumprimento das exigências do § 7º, que explicitam as características do mercado reconhecido. **Vale dizer, ainda, que no caso de emissor que tenha mais de 50% dos ativos e receitas no exterior, o mercado principal pode estar, inclusive, situado no Brasil.** Portanto, a sugestão não foi acolhida. (sem destaque no original)*

[....]

77. Dessa forma, considerando que a maioria dos ativos (e provavelmente das receitas) do SBLAF e, por conseguinte, da LDH estará localizada no Brasil, entendemos que o principal mercado de negociação do emissor, neste caso, não poderá ser o Brasil, devendo, portanto, atender aos requisitos previstos no § 7º do art. 1º do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/09.

78. Do contrário, não haveria sentido na existência da norma, pois bastaria a um emissor ter sede no exterior para que seus valores mobiliários fossem considerados aptos a servir de lastro para a emissão de BDRs, uma vez que seria possível, de forma cumulativa, deter a maioria de seus ativos e receitas no Brasil e, ao mesmo tempo, ter como principal mercado de negociação o brasileiro.

CARACTERIZAÇÃO ENQUANTO EMISSOR EM FASE OPERACIONAL

79. Finalmente, passaremos a abordar a verificação do eventual **enquadramento da LDH como empresa pré-operacional**. O conceito de companhia pré operacional encontra-se identificado tanto no art. 32, § 3º, da ICVM 400, citado na Consulta, como de forma análoga no § 5º do art. 2º da Instrução CVM nº 480/09. Nos termos dos citados artigos, o emissor será considerado pré operacional enquanto não apresentar receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM.

80. E sob esse prisma, entendemos também que o presente caso guarda semelhanças com o Processo SEI 19957.006243/2020-32 (G2D Investments, Ltd.), tendo em vista que ambos se referem a emissores recentemente constituídos e contabilmente classificados como entidades de investimento, para fins da elaboração de suas demonstrações contábeis.

81. Entretanto, no caso da G2D Investments, Ltd., não foi aventada a possibilidade de o emissor vir a ser considerado uma entidade pré-operacional, pois os ativos integralizados em sua constituição já pertenciam há mais tempo aos controladores do emissor, razão pela qual foi possível, naquela ocasião, a elaboração de demonstrações financeiras anuais combinadas (embora tenham sido chamadas pela G2D apenas de "carve out"), as quais apresentaram receitas,

em demonstração financeira anual, provenientes da valorização a valor justo de suas investidas (ainda que sob a forma de ganhos não realizados). No presente caso, o Consulente propõe apresentar Demonstrações Financeiras pro forma.

82. Nesse sentido é relevante tratarmos dos dois conceitos: Demonstrações Financeiras combinadas, elaboradas nos termos do Pronunciamento Técnico CPC nº 44, e Demonstrações Financeiras pro forma, elaboradas em linha com o disposto na Orientação Técnica CPC nº 06.

83. Dispõe o Pronunciamento Técnico CPC nº 44, aprovado pela Deliberação CVM nº 708/13, da seguinte forma:

2. Demonstrações contábeis combinadas representam um único conjunto de demonstrações contábeis de entidades que estão sob controle comum.

4. As demonstrações combinadas são elaboradas com o objetivo de apresentar as informações contábeis como se as diversas entidades sob controle comum fossem apenas uma única entidade, considerando os mesmos procedimentos utilizados quando da elaboração de demonstrações contábeis consolidadas. A diferença básica é que demonstrações consolidadas são elaboradas para a controladora e incluem as demonstrações de suas controladas e das entidades em que assume a maioria dos riscos e benefícios, enquanto nas demonstrações combinadas não há uma controladora, mas um grupo de entidades sob controle comum. A administração deve exercer seu julgamento na determinação das entidades sob controle comum a serem combinadas, bem como o propósito dessas demonstrações contábeis combinadas. Caso existam outras entidades no grupo de empresas sob controle comum que não tenham sido combinadas, a administração deve esclarecer as razões que determinaram a inclusão das entidades que foram combinadas.

84. Já sobre as Demonstrações Financeiras pro forma, da Orientação Técnica CPC nº 06, aprovada pela Deliberação CVM nº 709/13, destacamos:

3. As informações financeiras pro forma devem fornecer aos investidores, credores e demais usuários informações sobre o impacto, em bases recorrentes, de uma transação em particular que demonstrem como poderiam ter sido afetadas as demonstrações contábeis históricas de uma entidade caso essa transação tivesse sido concluída em uma data anterior. As informações financeiras pro forma devem ser compiladas, elaboradas e formatadas a partir de demonstrações contábeis consolidadas históricas da entidade sempre que a consolidação for aplicável para a entidade, não sendo, nesse caso, necessária a apresentação de informações financeiras pro forma sobre as demonstrações contábeis individuais históricas da entidade."

85. Ainda, temos manifestação bastante elucidativa do próprio CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) traçando comparação entre ambos os conceitos ora em análise. Conforme destaca o item 6 do Pronunciamento Técnico CPC nº 44:

6. Demonstrações contábeis combinadas não podem ser confundidas com informações financeiras pro forma. Enquanto as informações financeiras pro forma objetivam demonstrar como as informações contábeis históricas teriam sido afetadas caso uma transação em particular tivesse sido concluída em um momento anterior (como, por exemplo, combinações de negócios), as demonstrações contábeis combinadas são elaboradas com o objetivo de apresentar as informações como se as diversas entidades que estão sob controle comum fossem apenas uma única entidade, conservando-se, todavia, as operações históricas efetivamente ocorridas. Informações financeiras pro forma estão tratadas na OCPC 06, emitida por este CPC.

86. Existem, portanto, diferenças substanciais entre tais conceitos,

ressaltando-se ainda que as demonstrações financeiras combinadas são auditadas, enquanto as informações financeiras *pro forma* são objeto apenas de asseguarção razoável, não sendo submetidas, portanto, aos procedimentos de auditoria. Vale ainda ressaltar que conforme dispõe os normativos acima citados, as Demonstrações Financeiras combinadas devem abranger todas as demonstrações contábeis exigidas pelo Pronunciamento Técnico CPC nº 26 que trata da apresentação das demonstrações contábeis, ao passo em que no caso das as Demonstrações Financeiras *pro forma*, constam apenas Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultado.

87. Tendo sido destacados tais pontos contidos nas normas pertinentes, entendemos que deve ser consignada na presente análise manifestação obtida junto à Superintendência de Normas Contábeis (1186772). Tal manifestação decorre da interação realizada pela SRE junto àquela área técnica, a quem compete os assuntos contábeis, com vistas a respaldar proposta de nova redação para a definição do conceito de companhia pré operacional no âmbito do processo de reforma da Instrução CVM nº 400/03, ora em condução, de modo a que pudesse incluir também demonstrações financeiras combinadas e/ou *pro forma*.

*Sendo assim, em análise preliminar, se no passado não existe entidade que reporta, o que poderia existir, em termos de normas contábeis, são demonstrações combinadas. Os normativos vigentes não tratam de demonstrações *pro forma* "inversas", ou seja, demonstrações como se a entidade que reporta já existisse no passado e controlasse determinadas entidades.*

88. Por todo o exposto, entendemos que a conduta adequada para o caso objeto da Consulta seria a elaboração de demonstrações financeiras anuais combinadas (as quais deverão apresentar receitas) e não *pro forma*, como sugere o Consulente. Entretanto, devemos pontuar que no âmbito da avaliação, pelo Colegiado, da proposta apresentada pela SDM para o normativo que sucederá a ICVM 400, especificamente conforme reunião de Regulação realizada em 27/11/2020, não foi julgada conveniente a possibilidade de que o caráter operacional de uma companhia fosse consubstanciado em demonstrações financeiras combinadas, de modo que a minuta da nova regra foi alterada mantendo-se a atual redação do art. 32, § 3º, da ICVM 400.

REGRAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

89. Por fim, e não obstante os aspectos a seguir terem sido trazidos na Consulta de forma declaratória, sem qualquer solicitação específica a respeito, a SEP entende cabível apresentar alguns comentários, no âmbito da presente análise, a respeito dos argumentos apresentados com o intuito de demonstrar que a estrutura societária e regras de governança corporativa que serão adotadas pela LDH a qualificarão como uma companhia assemelhada a companhias abertas brasileiras. Notadamente referimo-nos aos pontos destacados no relato contido no parágrafo 10 acima (item 3.4 da Consulta).

90. A esse respeito, cumpre mencionar que, em decisão proferida no dia 10.11.2020, no âmbito dos Processos SEI 19957.005751/2020-01 e 19957.005729/2020-53, o Colegiado da CVM decidiu, por maioria, que, não obstante a Lei nº 6.404/1976 não ser aplicável a emissores estrangeiros, sujeitos portanto à legislação societária de seu país de origem, a análise da concessão de registro deveria pautar-se pelo poder-dever da CVM de proteção geral aos investidores do mercado de capitais brasileiro e de garantia do funcionamento regular e eficiente do mercado, na forma do art. 4º, da Lei nº 6.385/1976.

91. No entendimento do Colegiado, os deveres impostos pela Lei nº 6.385/76 à CVM não se restringem, de forma inflexível, à mera garantia aos investidores quanto ao acesso à informação, pois atribuem e impõem à Autarquia também a obrigação de proteger investidores e assegurar a observância de práticas equitativas no mercado de valores mobiliários.

92. Dessa forma, o Colegiado entendeu que a Lei nº 6.385/76 autoriza a área técnica a considerar, em sentido mais amplo, as regras de proteção oferecidas ao investidor, podendo examinar, diante de um pedido de registro de emissor estrangeiro, se existem elementos mínimos que assegurem a sua proteção, notadamente sobre disposições que estejam em flagrante contraste com os princípios e as diretrizes que orientam o cuidado aos direitos dos investidores e o regular funcionamento do mercado de capitais e a sua idoneidade. Não se trata, portanto, de dar aplicação indevida à lei societária brasileira, mas de exercer um juízo de compatibilidade entre o direito societário aplicável ao emissor e aquele existente no Brasil para verificação da existência de garantias essenciais.

93. Nessa esteira, embora esta área técnica, por praxe, não dê aval prévio a documentos que poderão ser apresentados futuramente, a nosso ver, salvo melhor juízo, as providências anunciadas na Consulta (parágrafo 10 acima), associadas à aparente disposição do SBG para, se necessário, alterar os documentos societários do emissor, no sentido de assegurar princípios básicos de proteção aos investidores, nos parecem apontar na direção correta, sendo certo que, no âmbito de análise de um eventual Pedido de Registro Inicial de Emissor Estrangeiro, exigências poderão ser feitas nesse sentido.

V. CONCLUSÃO E ENCAMINHAMENTO:

94. À luz da análise ora apresentada e considerando que o quanto descrito reflita-se de fato na estrutura e documentos a serem apresentados para fins dos registros que devem ser requeridos no âmbito da oferta pública de distribuição que se pretende realizar (quais sejam, registro de oferta pública, registro de programa de BDRs Nível III e registro de emissor estrangeiro), entendemos que deve a LatAm Digital Holding Limited ser considerada como companhia assemelhada à companhia aberta brasileira. Não obstante tal percepção, tendo em vista se tratar de avaliação interpretativa a respeito de critérios estabelecidos recentemente pelo Colegiado, entendemos oportuno que a mesma seja submetida a sua validação.

95. Com relação ao enquadramento, em tese, da LDH como emissor estrangeiro, considerando que, indiretamente, por meio do SBLAF, a maioria de seus ativos (e provavelmente de suas receitas) encontrar-se-á localizada no Brasil, entendemos que ainda que o emissor possua as características indicadas no item 5.5.3 da consulta e apresente as demonstrações financeiras individuais auditadas de suas investidas finais, tal como decidido pelo Colegiado no âmbito do Processo SEI 19957.006243/2020-32, com base na atual redação da norma e nos critérios escolhidos pelo regulador para a caracterização de emissores estrangeiros com valores mobiliários aptos a servir de lastro para a emissão de BDRs, entendemos que a Emissora não se enquadrará no requisito de ativos e receitas previsto no art. 1º, inciso I, "a", do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/2009.

96. Da mesma forma, quanto à solicitação de que a LDH seja considerada um emissor estrangeiro no mesmo sentido do aprovado em 2012 com relação à Lan Airlines S.A. (emissor verdadeiramente estrangeiro), ainda que o precedente de fato existisse (parágrafo 73, acima), não seríamos favoráveis a tal entendimento, pois além de se tratar de um caso antigo (2012), é anterior à publicação da Resolução CVM nº 3/20, que como já dito, alterou a ICVM 480 com o objetivo de exigir, dentre outros requisitos, que o emissor comprove (além dos ativos) a predominância de suas receitas advindas do exterior.

97. Já em relação ao principal mercado de negociação do emissor vir a ser o Brasil, pelo mesmo motivo citado acima (maioria dos ativos e provavelmente das receitas localizadas no Brasil), entendemos que seu principal mercado, neste caso, não poderá ser o Brasil, devendo, portanto, atender aos requisitos previstos no § 7º do art. 1º do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/09.

98. Por sua vez, quanto à possibilidade de a Emissora vir a ser considerada uma entidade pré-operacional em razão de ter sido recentemente constituída e de se classificar como entidade de investimentos (e portanto não apresentar receitas operacionais), entendemos que a conduta adequada para o caso seria a elaboração de demonstrações financeiras anuais combinadas (as quais deverão apresentar receitas), e não pro forma, como sugere o Consulente.

99. Ainda, embora não diretamente questionado na Consulta, julgou a SEP ser oportuno se manifestar a respeito da estrutura societária e regras de governança corporativa que serão adotadas pela LDH. Nesse sentido, embora a citada área técnica, por praxe, não dê aval prévio a documentos que poderão ser apresentados futuramente, a nosso ver, salvo melhor juízo, as providências anunciadas na consulta (parágrafo 10 acima e 3.4 da Consulta), associadas à aparente disposição do SBG para, se necessário, alterar os documentos societários do emissor, no sentido de assegurar princípios básicos de proteção aos investidores, nos parecem apontar na direção correta, sendo certo que, no âmbito de análise de um eventual Pedido de Registro Inicial de Emissor Estrangeiro, exigências poderão ser feitas nesse sentido.

100. Sendo estas as nossas considerações, submetemos a presente análise à apreciação do Colegiado com relatoria conjunta da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e da Superintendência de Relações com Empresas.

[1] Referido processo tratava de consulta formulada pelo Superfund Financial Representações (Brasil) Ltda., escritório de representação no Brasil do Grupo Superfund, que tinha a intenção de utilizar a estrutura do programa de BDR para ofertar cotas de fundos de investimento constituídos no exterior a investidores nacionais. Destaca-se que o Grupo Superfund tinha como principal atuação o investimento em mercados futuros (financeiros e commodities) por meio de um fundo de investimento organizado sob a forma de sociedade de investimento sob as leis do Grão Ducado de Luxemburgo, o Quadriga Superfund Société d'Investissement   Capital Variable ("Quadriga"), estruturado como uma "umbrella company", permitindo ao investidor a escolha de uma ou mais op es de investimento (subfundos) por meio de um mesmo veículo.

[2] A defini o de pré operacional consta de forma análoga no   5  do art. 2  da Instru o CVM n  480/09.

Atenciosamente,

SÉRGIO HENRIQUE BUNIOTO

Analista

NILZA MARIA SILVA DE OLIVEIRA
Gerente de Acompanhamento de
Empresas - 1

ELAINE MOREIRA MARTINS DE LA ROCQUE
Gerente de Registros - 2

De acordo. Ao SGE.

FERNANDO SOARES VIEIRA
Superintendente de Relações com
Empresas

LUIS MIGUEL R. SONO
Superintendente de Registro de Valores
Mobiliários

Ciente. À EXE, para as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Elaine Moreira Martins de La Rocque, Gerente**, em 29/01/2021, às 22:07, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro**, em 01/02/2021, às 10:52, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Sergio Henrique Bunioto, Analista**, em 01/02/2021, às 11:13, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Nilza Maria Silva de Oliveira, Gerente**, em 01/02/2021, às 11:18, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 01/02/2021, às 13:34, 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, informando o código verificador **1182140** e o código CRC **616B8C06**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1182140** and the "Código CRC" **616B8C06**.*