



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 13/2021/CVM/SRE/GER-2

Rio de Janeiro, 25 de fevereiro de 2021.

Ao: SGE
De: SRE/GER-2

Assunto: **Recurso ao Colegiado contra manifestação da SRE - Pedido de Registro de Oferta Pública de Distribuição Primária**
Processo CVM 19957.000950/2021-04

Prezado Senhor,

1. Trata-se de pedido de recurso ao Colegiado, interposto por BANCO BTG PACTUAL S.A e G2D INVESTMENTS, LTD. ("Recorrentes"), contra exigência formulada pela SRE, no âmbito de análise de registro de oferta pública de distribuição inicial, primária, de BDR Patrocinado Nível III ("Oferta" e "BDRs") representativos de ações ordinárias classe A de emissão de **G2D INVESTMENTS, LTD.** ("Emissora" ou "Companhia"), tendo como instituição intermediária líder o **Banco BTG Pactual S.A.** ("Coordenador Líder" e, em conjunto com a Emissora, "Ofertantes"), exigência a qual apontou que a **oferta realizada em Bermudas não é apta a cumprir o requisito previsto no art. 4º, § 1º, da Instrução CVM nº 332/00** ("Instrução CVM 332").
2. A decisão da SRE em tela foi proferida por meio do Ofício-Conjunto nº 12/2021-CVM/SRE/SEP (1173874), de 12/01/2021.
3. Preliminarmente, cumpre destacar que o recurso em epígrafe foi protocolado em 02/02/2021, dentro do prazo de 15 (quinze) dias úteis, contados da ciência pelos Requerentes da decisão da SRE, sendo portanto, **tempestivo**, nos termos do item I, da Deliberação CVM nº 463/03.

HISTÓRICO

4. Em 08/09/2020, foi protocolado o pedido de registro da oferta pública

de distribuição inicial primária, de BDR Patrocinado Nível III representativos de ações ordinárias classe A de emissão de G2D INVESTMENTS, LTD., tratado no Processo SEI 19957.006230/2020-63, concomitante com o pedido de registro do respectivo Programa Patrocinado de Certificados de Depósito de Valores Mobiliários Nível III ("Programa de BDRs"), tratado no Processo SEI 19957.006232/2020-52.

5. Em 05/10/2020, foi protocolada carta contendo esclarecimentos adicionais (1111602).

6. Em 07/10/2020, foi emitido o Ofício-Conjunto nº 185/2020-CVM/SRE/SEP, contendo, dentre outras, a exigência de número 3, que tratava do atendimento ao § 1º do art. 4º da Instrução CVM 332.

7. Em 03/11/2020, foi protocolada outra carta de esclarecimentos adicionais (1132636).

8. Em 12/11/2020, enviamos o Ofício-Conjunto nº 227/2020-CVM/SRE/SEP (1138597), comunicando que os esclarecimentos apresentados seriam analisados em conformidade com o disposto na Instrução CVM 400, na Instrução CVM 332 e na Instrução CVM 480, conforme aplicável.

9. Em 27/10/2020, os Ofertantes protocolaram pedido de interrupção do prazo de análise (1148021) e em 11/12/2020, foi solicitada a retomada de análise (1159491).

10. Em 12/01/2021, emitimos o Ofício-Conjunto nº 12/2021-CVM/SRE/SEP (1173874).

11. Em 02/02/2021, foi protocolado o recurso citado no parágrafo 1º (Recurso), nos termos da Deliberação CVM nº 463, de 25 de julho de 2003 ("Deliberação CVM 463") (1189323).

ANÁLISE

12. Trata-se de uma companhia constituída em 27 de julho de 2020, sob a denominação G2D Investments, Ltd., nas Bermudas, com o objetivo de investir em participações em empresas inovadoras e de alto crescimento, no Brasil e em outros países, sendo controlada por GP Cash Management, Ltd., GPIC, Ltd. e Spice Private Equity (Bermuda), Ltd., entidades controladas pela GP Investments, Ltd. (GP Investments), assim sendo a GP Investments, Ltd. detém, direta e indiretamente, 100% das ações classe B, as quais possuem direito a voto pleno, ao passo em que as ações que irão dar lastro aos BDRs, ordinárias classe A, possuem direito a voto restrito exercido em conjunto com a classe B, como se fosse uma única classe, no caso de várias matérias relacionadas à governança da Companhia.

13. A Oferta consiste na distribuição pública, primária, de BDRs, representativos de ações ordinárias classe A da G2D, sendo admitida a distribuição parcial, composta por uma oferta aos Investidores Não Institucionais ("Oferta Não Institucional"), compreendendo (i) uma oferta aos Investidores do Segmento Private e (ii) uma oferta aos Investidores de Varejo, e uma oferta aos Investidores Institucionais ("Oferta Institucional").

14. Ainda, pretendendo dar cumprimento ao requisito normativo de distribuição simultânea do Brasil e no exterior, informam os Ofertantes que foi obtida em 14/10/2020 a **listagem** das ações ordinárias classe A junto à Bolsa de Valores de Bermudas (Bermuda Stock Exchange, ou "BSX"), afirmando ainda que **com a referida aprovação a Emissora está autorizada a realizar oferta pública** de distribuição de suas ações em Bermudas. Vale detalhar que,

conforme informado no pleito de retomada da análise do pedido de registro (1159491), no âmbito do processo de listagem das ações no mercado de Bermudas foi apresentada a minuta do prospecto a ser usado na oferta naquela jurisdição além dos demais documentos exigidos pela BSX. Ainda, informa-se que "[n]os termos da aprovação concedida, a efetiva listagem e negociação das Ações na BSX está condicionada, dentre outros, ao protocolo na BSX dos atos societários que aprovam o aumento de capital da Companhia no âmbito da Oferta em Bermudas (incluindo com relação às Ações que servirão de lastro aos BDRs) e da versão definitiva do prospecto, incluindo todos seus anexos, conforme versão aprovada previamente pela BSX, além de termos de declaração e assunção de responsabilidades a serem assinados pelos administradores da Companhia, em seus próprios nomes, e também como representantes da Companhia".

15. No âmbito do processo de análise do pedido de registro da Oferta, foi emitido o Ofício-Conjunto nº 12/2021-CVM/SRE/SEP ("Ofício-Conjunto"), contendo, em seu item 3, a seguinte redação:

3 - ESTRUTURAÇÃO DA OFERTA

Tendo em vista os considerandos abaixo, a oferta realizada em Bermudas não é apta a cumprir o requisito previsto no art. 4º, § 1º, da Instrução CVM 332.

I - em reunião realizada em 10/11/2020, foi submetida consulta ao Colegiado, no âmbito do Processo SEI 19957.005729/2020-53, quanto a possibilidade de oferta realizada nas Ilhas Cayman atender ao requisito previsto no art. 4º, § 1º da Instrução CVM 332;

II - foi conclusão da área técnica, no referido processo que não se poderia considerar que uma distribuição de valores mobiliários emitidos em jurisdição que possui modelo distinto do brasileiro, em que se delega integralmente à bolsa poderes para fiscalizar, normatizar e desenvolver o mercado de capitais, pudesse ser equiparada a uma oferta pública de distribuição no mercado de valores mobiliários brasileiro;

III - ao analisar a consulta, o Colegiado, por maioria, acompanhou as conclusões da SRE, no sentido de que a oferta a ser realizada pela a Navios South American Logistics INC, na Cayman Islands Stock Exchange nas Ilhas Cayman não seria apta a cumprir o requisito previsto no art. 4º, § 1º, da Instrução CVM 332;

IV - ficou demonstrado pelos Ofertantes, que o regulador de Bermudas optou pela delegação expressa de funções de regulamentação e supervisão à Bolsa de Valores de Bermudas (Bermuda Stock Exchange, ou "BSX").

16. Transcrevemos abaixo, a redação do art. 4º, § 1º, da Instrução CVM 332:

§ 1º Somente será registrado o programa de BDR Nível III quando for concomitante o registro de oferta pública de distribuição de BDR e simultânea a distribuição dos valores mobiliários no Brasil e no exterior.

17. As Recorrentes, por sua vez, apresentaram recurso contra a exigência, alegando que o entendimento da SRE não merece prosperar, considerando que:

(i) a Oferta em Bermudas passou pelo crivo e escrutínio da entidade competente pelas Leis de Bermudas, a Bolsa de Valores de Bermudas (Bermuda Stock Exchange, ou "BSX"), conforme competência legal atribuída nos termos da Companies Act de 1981 ("Companies Act") e da Bermuda Stock Exchange Company Act de 1992 (o "BSX Act" e, em conjunto com o Companies Act, as "Leis de Bermudas"), o que, no seu entendimento, confere camada adicional de proteção aos investidores se

comparada a esforços de colocação realizados exclusivamente ao amparo da Regulação S e da Regra 144A (que também será realizada no presente caso);

(ii) ao menos dois dos Diretores da CVM já reconheceram, no precedente Aura Minerals [...] que esforços de colocação no exterior realizados exclusivamente ao amparo da Regulação S e da Regra 144A já bastariam, por si só, para cumprir com o requisito legal, desde que sejam realizados esforços de distribuição reais e regulares no exterior;

(iii) diferentemente do que se constatou no precedente de Navios South (conforme definido abaixo), a Oferta em Bermudas envolverá o escrutínio da BSX (por atribuição legal), conforme as regras previamente aprovadas pela BMA (conforme definido abaixo), incluindo a aprovação do respectivo prospecto, cujo conteúdo é regulamentado pela Seção IIA da Regulamentação BSX1, de forma semelhante ao Anexo III da ICVM 400;

(iv) a BSX é regulada e fiscalizada pela Bermuda Monetary Authority ("BMA") - entidade que é membro da International Organization of Securities Commission (IOSCO), com a qual a CVM mantém acordo de cooperação desde 21 de outubro de 2009 - que é o órgão máximo responsável por autorizar, regular e, se for o caso, punir a BSX;

(v) o Registro BSX [...] foi concedido após a conclusão do processo de escrutínio realizado pela BSX, conforme as regras estabelecidas pela BSX e aprovadas pela BMA, nos termos do artigo 12 do BSX Act;

(vi) a Oferta em Bermudas está sujeita a elaboração de prospecto, de acordo com as normas aplicáveis da Regulamentação BSX (conforme definido abaixo), que contam com dispositivos bastante similares aos previstos na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 ("ICVM 400"), tendo sido objeto de revisão e exigências da BSX;

(vii) a legislação de Bermudas sujeita a Companhia e seus administradores a responsabilidades civis, criminais e administrativas em decorrência de eventuais informações inverídicas e/ou enganosas (misleading) contidas no prospecto da Oferta em Bermudas;

(viii) a Oferta em Bermudas será intermediada pelo Clarien BSX Services Limited ("Clarien"), instituição financeira com sede em Bermudas, autorizada pela BMA a intermediar distribuições públicas de valores mobiliários naquele país e a qual exerce a função de gatekeeper naquele mercado.

18. Assim sendo, as Recorrentes apresentaram seus argumentos (1189323), que analisamos a seguir.

19. Iniciam sua argumentação analisando a evolução histórica do requisito hoje contido no § 1º do art. 4º da Instrução CVM 332. Nesse ponto, em que pese o Recurso corretamente apontar que o requisito de simultaneidade de ofertas no Brasil e no exterior manteve-se inalterado desde a concepção original da Instrução CVM 332, nos parece haver certo equívoco ao buscar associar o entendimento corrente da CVM a respeito da oferta no exterior com a suposta necessidade de que tal oferta fosse submetida a registro. Com efeito, citam os Recorrentes que "*jamais se exigiu o registro da oferta pública simultânea no exterior por outro órgão regulador estatal*", entretanto claramente não é este o norte da análise sobre o atendimento ao disposto no § 1º do art. 4º da Instrução CVM 332, o que se demonstra com os trechos de atas de reuniões do Colegiado nas quais se apreciou o tema, a seguir transcritos:

O Colegiado aproveitou a oportunidade para esclarecer que a distribuição a que se refere o art. 4º, §1º, da Instrução CVM nº 332/00 não é apenas aquela feita no contexto de uma oferta pública registrada de distribuição. (reunião do Colegiado nº 37/2020 de 06/10/2020)

[...] *tal oferta [realizada na Cayman Islands Stock Exchange nas Ilhas Cayman] não representaria uma distribuição de valores mobiliários no exterior à luz da regulamentação brasileira e tampouco asseguraria "uma maior proteção ao investidor desses certificados de depósito" não oferecendo, dessa forma, a segurança que se almejou com tal exigência.*

[...]

Desse modo, não se poderia considerar que uma distribuição de valores mobiliários emitidos em jurisdição que possui modelo distinto do brasileiro, em que se delega integralmente à bolsa poderes para fiscalizar, normatizar e desenvolver o mercado de capitais, pudesse ser equiparada a uma oferta pública de distribuição no mercado de valores mobiliários brasileiro.

[...]

o Colegiado, por maioria, acompanhou as conclusões da SRE, no sentido de que a oferta a ser realizada pela Consulente na Cayman Islands Stock Exchange nas Ilhas Cayman não é apta a cumprir o requisito previsto no art. 4º, § 1º, da Instrução CVM 332. (reunião do Colegiado nº 42/2020 de 10/11/2020)

20. Ainda nesta seção do Recurso são apresentadas as principais conclusões de parecer legal o qual tenta demonstrar, conforme indicado pelos Recorrentes, que o entendimento da SRE a respeito da simultânea oferta de distribuição no exterior não deve prosperar. Dos pontos sumarizados pelos Recorrentes, destacamos:

as únicas exigências previstas na ICVM 332 são que os valores mobiliários que dão lastro aos BDR devam ser (a) emitidos por "companhias abertas, ou assemelhadas", como previsto no art. 2º da Instrução, E (b) "admitidos à negociação e custodiados em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores - OICV";

portanto, a ICVM 332 não prescreve quaisquer requisitos específicos a serem observados no âmbito da oferta a ser realizada fora do Brasil, e muitos menos exigiu que tal oferta seja registrada perante o regulador estrangeiro; ou seja, a regra não pressupõe que a oferta pública será submetida à revisão e à aprovação de dois reguladores distintos, limitando-se a exigir que a oferta no Brasil seja submetida à revisão da CVM;

21. Respeitosamente discordamos de tal entendimento uma vez que as exigências citadas como "únicas", dispostas no art. 2º da Instrução CVM 332, tratam-se de condições preliminares para que determinado valor mobiliário esteja apto a lastrear certificados de depósito de valores mobiliários - BDRs (deve ser emitido por companhia aberta ou assemelhada e ser negociado em país com o qual a CVM mantenha acordo de cooperação ou que seja signatário de memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores) ao passo em que o art. 4º da mesma Instrução trata de regras para o registro de programas de BDRs, notadamente, no caso de programa de BDRs nível III lastreado em ações, haver concomitante registro de oferta pública de distribuição no Brasil e ser simultânea a distribuição no Brasil e no exterior. Ainda, a finalidade de tal condição é citada no relatório de audiência pública da Instrução CVM nº 585/17, Instrução que realocou no texto normativo o requisito da simultaneidade de distribuição no Brasil e no exterior.

Primeiramente, vale ressaltar que o comando a que se faz referência não representa uma inovação em relação à regulamentação vigente, estando disposto no antigo art. 5º, IX. A Minuta propôs a transferência desse comando para o atual parágrafo único do art. 4º apenas para fins de melhor sistematização dos dispositivos da norma.

[...]

Nos termos da regulamentação atual, os BDR Nível III podem ser ofertados publicamente para investidores de varejo e devem estar, naturalmente, sujeitos a requisitos mais rígidos quando comparados aos demais programas de BDR.

O dispositivo em questão visa assegurar que a oferta inicial da empresa patrocinadora de BDR Nível III no Brasil possa ser objeto de duplo escrutínio, no Brasil e no exterior, por parte dos reguladores e do próprio mercado, garantindo assim uma maior segurança para os investidores. (grifos nossos)

22. Passam então os Recorrentes a analisar os precedentes recentes nos quais foram proferidas manifestações do Colegiado acerca da oferta simultânea no exterior no âmbito de pedidos de registro de oferta pública de distribuição de BDRs no Brasil.

23. Cabe, portanto, traçarmos breve resumo de tais casos de modo a inclusive organizar cronologicamente as manifestações proferidas pelo Colegiado de modo a permitir melhor sistematização da lógica embutida em tais entendimentos.

24. Em Aura Minerals Inc. (Processo 19957.001484/2020-95) a SRE foi favorável à dispensa do requisito de oferta simultânea no exterior não por ter havido naquele caso recente esforço de colocação por meio das regras RegS+144A existentes no arcabouço americano, tendo esta área técnica aproveitado aquele momento para submeter ao Colegiado entendimento de que tais esforços de colocação não se qualificariam como a distribuição pública prevista para ocorrer simultaneamente à oferta pública inicial de BDRs nível III, entendimento que foi referendado pelo Colegiado, naquele momento por unanimidade¹, hoje por maioria². Com efeito, a manifestação favorável da área técnica calcou-se nas características daquele caso concreto, as quais diga-se de passagem, diferem de virtualmente todos as ofertas públicas de distribuição de BDRs nível III já registradas³ no sentido de que se tratava de emissor com histórico de supervisão por parte do órgão regulador do mercado de capitais de sua jurisdição, a Ontario Securities Commission, enquanto *reporting company* desde pelo menos 1997. Em outras palavras entendeu naquela oportunidade a SRE que se poderia prescindir do duplo escrutínio por se tratar de emissor já sob supervisão, tendo inclusive conduzido anteriormente duas ofertas públicas de distribuição de ações no Canadá (New Issue and Secondary Offering January 28, 2010 - Common Shares e New Issue August 13, 2009 - Common Shares Issuable upon Conversion of previously issued Subscription Receipts). O Colegiado foi contrário à dispensa, de modo que a oferta dos BDRs lastreados em ações de emissão da Aura Minerals Inc. foi reestruturada para contar com uma distribuição no Canadá. Ao tratar da submissão pela SRE das características de tal oferta no exterior, a qual era tratada pelo regulador daquele mercado como uma oferta não sujeita às regras de prospecto e registro, pôde o Colegiado consignar que "a distribuição a que se refere o art. 4º, §1º, da Instrução CVM nº 332/00 não é apenas aquela feita no contexto de uma oferta pública registrada de distribuição" de modo que entendeu que a oferta no exterior então apresentada pela Aura Minerals Inc., a despeito de não se tratar de uma oferta registrada ou mesmo contar com a elaboração de um prospecto, poderia ser caracterizada como a

distribuição simultânea no exterior prevista no § 1º do art. 4º da Instrução CVM 332.

25. Já na análise do pedido de registro da oferta pública de distribuição de Navios South American Logistics Inc. (Processo 19957.005729/2020-53) verificou-se que para realizar a oferta pública nas Ilhas Cayman, simultânea à oferta de BDRs no Brasil, somente seria necessária a listagem junto à Cayman Islands Stock Exchange e o cumprimento das regras de listagem da referida bolsa, conforme delegação da Autoridade Monetária das Ilhas Cayman, órgão regulador daquela jurisdição, não sendo mencionada nenhuma exigência ou processo a ser conduzido por um órgão regulador independente como ocorre no Brasil. Nesse sentido, manifestou-se a SRE afirmando não ser possível considerar que uma distribuição de valores mobiliários emitidos em jurisdição que possui modelo distinto do brasileiro, em que se delega integralmente à bolsa poderes para fiscalizar, normatizar e desenvolver o mercado de capitais, possa ser equiparada a uma oferta pública de distribuição no mercado de valores mobiliários brasileiro. Tal manifestação foi acompanhada pelo Colegiado.

26. À luz dos pontos acima destacados claramente identificamos que a oferta que os Recorrentes propõem conduzir para fins de enquadramento ao requisito de simultânea distribuição no Brasil e no exterior se assemelha ao caso analisado no âmbito da oferta de BDRs lastreados em ações de Navios South American Logistics Inc., apresentando entretanto o diferencial, no caso ora em análise, de que será elaborado prospecto para a distribuição em Bermudas.

27. Portanto, estamos novamente diante de uma oferta de valores mobiliários que não contou com o escrutínio da tutela estatal, a Bermuda Monetary Authority, uma vez que tanto a listagem, quanto a fiscalização da oferta foram delegadas à BSX⁴.

28. Dessa forma, cabe novamente reafirmarmos nosso entendimento de que se trata de modelo de regramento de oferta pública mais frágil comparativamente ao brasileiro já que conforme inclusive aponta a literatura "*os "clientes" da bolsa, isto é, aqueles que geram as receitas por ela auferidas por meio das operações realizadas em seu sistema de negociação, são justamente as pessoas e entidades que ela tem a obrigação de fiscalizar e, eventualmente, de aplicar sanções. Tal fato pode representar um incentivo a que as funções regulatórias não sejam exercidas de forma eficiente, visto que os responsáveis por tais funções podem se sentir pressionados a não adotar medidas que influenciem negativamente o volume de negócios realizados na bolsa.*" (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 4a ed. São Paulo:Quartier Latin do Brasil, 2019, p. 298).

29. Assim sendo, reafirmamos nossa avaliação de que a oferta realizada em Bermudas não é apta a cumprir o requisito previsto no art. 4º, § 1º, da Instrução CVM 332.

30. Não obstante, caso o Colegiado entenda de maneira diversa é relevante evidenciarmos que, a despeito de constar no Prospecto as afirmações de que (i) a Companhia obteve dispensa do regime restrito de negociação do segmento mezanino ("mezzanine") da Bolsa de Valores de Bermudas e que (ii) as Ações podem ser livremente negociadas pelo público na Bolsa de Valores de Bermudas, identificamos, anexa ao ato que formaliza a listagem das ações classe A na BSX (1200291), minuta de declaração de emissora (pág. 4) informando que "*the issuer's securities will only be marketed to Qualified Investors*" - os títulos do emissor somente serão comercializados para Investidores Qualificados.

31. A citada restrição quanto ao público alvo da colocações aos Investidores Qualificados configura, claramente, a existência de restrição subjetiva naquela colocação. Portanto, nos termos do Art. 5º, §4º, que estabelece que na hipótese de existir restrição subjetiva ou objetiva à negociação dos valores mobiliários no país em que serão negociados, o registro da distribuição dos BDRs no Brasil será concedido com as mesmas restrições, o registro da oferta dos BDRs pleiteada deverá contemplar restrição ao público alvo, nos moldes da restrição imposta pela BSX à negociação das ações em Bermudas, caso seja entendido que a oferta de distribuição naquela jurisdição cumpre o requisito na Instrução CVM 332 que determina a simultaneidade de distribuição n o Brasil e no exterior.

CONCLUSÃO E ENCAMINHAMENTO

32. Diante do exposto mantemos entendimento de que a distribuição a ser conduzida em Bermudas simultaneamente à oferta pública de BDRs lastreados em ações ordinárias classe A de emissão de G2D INVESTMENTS, LTD não se mostra apta a cumprir o requisito previsto na Instrução CVM 332.

33. Deste modo, solicitamos ao SGE submeter o pleito dos Ofertantes à superior consideração do Colegiado, sendo a SRE relatora da matéria na oportunidade de sua apreciação.

MICHELLE CORREA
Analista da GER-2

De acordo. À SRE
ELAINE MOREIRA M. DE LA ROCQUE
Gerente de Registros - 2

De acordo. Ao SGE.

LUIS MIGUEL R. SONO
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente. À EXE, para as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral

1 "Após analisar o caso, o Colegiado entendeu que os esforços de distribuição por meio da

combinação do Regulation S e da Rule 144A não são aptos a preencher o requisito de distribuição simultânea, previsto no art. 4º, §1º, da Instrução CVM nº 332/00, conforme exposto pela SRE" (reunião do Colegiado nº 35/2020 de 22/09/2020)

2 "Os Diretores Gustavo Gonzalez e Henrique Machado ressaltaram que a parte final do §1º do art. 4º da Instrução CVM nº 332/00 requer que, simultaneamente a oferta no Brasil, sejam realizados esforços reais e regulares de distribuição no exterior, independentemente da regra que os ampare. Assim, destacaram entender que, ao contrário do que se disse na reunião de 22.09.2020, os esforços de distribuição realizados ao amparo do Regulation S e da Rule 144A são, a princípio, aptos a preencher o requisito de distribuição simultânea a que se refere o art. 4º, §1º, da Instrução CVM nº 332/00" (reunião do Colegiado nº 37/2020 de 06/10/2020)

3 Exceto o Programa de BDRs nível III da Telefônica, S.A. registro no ano 2000.

4 As Requerentes descreveram algumas características do regime regulatório de Bermudas (1189323, pág. 18):

42. O mercado de capitais em Bermudas é regulado e supervisionado pela BMA, comissão de valores mobiliários membro da International Organization of Securities Commission (IOSCO), com a qual essa i. CVM mantém acordo de cooperação desde 21 de outubro de 2009.

43. As Leis de Bermudas estabelecem expressamente que a BSX, que é regulada e fiscalizada pela BMA, é a entidade competente para autorizar a listagem de ações e as ofertas públicas correspondentes, o que inclui a revisão e apresentação de exigências aos documentos relacionados às ofertas públicas a investidores residentes ou domiciliados em Bermudas.

44. A BSX editou regras específicas prevendo, dentre outras matérias, (i) os documentos e procedimentos necessários para o registro e listagem de emissores na BSX; (ii) o conteúdo obrigatório de prospectos¹² e procedimentos de ofertas públicas; e (iii) os requisitos e restrições aplicáveis aos estatutos sociais e regras de governança das companhias listadas¹³ ("Regulamentação BSX").

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

46. Conforme consta do Parecer, a delegação de atribuições de regulação para a entidade administradora de bolsa de valores é uma opção regulatória presente em outras jurisdições com mercado de capitais desenvolvidos (e que fazem parte do acordo da IOSCO), como a Suíça e Hong Kong.

47. A título de exemplo, em 28 de maio de 2020, a Swiss Financial Market Supervisory

Authority (FINMA) informou que concedeu à BX Swiss AG e à SIX Exchange Regulation AG permissões para atuarem como órgãos de revisão de prospectos a partir de 1 de junho de 2020. Os dois órgãos de revisão de prospecto (“Prospectus Offices” ou “Prüfstelle”) revisam e aprovam os prospectos a serem publicados no âmbito de ofertas públicas de valores mobiliários ou de procedimentos de admissão à negociação em bolsa de valores, quanto à sua completude, coerência e compreensibilidade. Tal modelo de regulação, como se observa, se assemelha muito ao modelo de Bermudas.

48. Assim, não deixa de ser curioso notar que, caso acolhido o argumento da SRE e consolidado tal entendimento pelo Colegiado, empresas reconhecidas, com atividade no mercado de capitais em outras jurisdições sofisticadas, a exemplo das sociedades citadas no Parecer, como Nestlé, Novartis, Credit Suisse, UBS e Swiss RE, com negociação de suas ações no mercado suíço e Bank of China, Alibaba, Xiaomi, China Construction Bank, Geely Auto, PetroChina, com negociação no mercado de Hong-Kong, não poderiam realizar o registro de uma oferta de BDRs Nível III com base em oferta simultânea realizada na sua jurisdição de origem. Ora, nada mais contraditório, já que a recente mudança do regime regulatório sobre BDRs teve por intenção justamente ampliar o mercado brasileiro para negociação de certificados de empresas sediadas no exterior¹⁵.

49. Portanto, ao se dizer que a oferta precisa ser objeto de duplo escrutínio no Brasil e no exterior – o que se admite apenas para fins de argumentação –, não se exige que o processo de supervisão no exterior seja feito necessariamente por órgão regulador estatal semelhante à CVM e/ou nos moldes estabelecidos no país pela Lei 6.385/76. Aliás, como já destacado acima, essa não é uma opção exclusiva de Bermudas, mas de outros mercados consolidados. Trata-se, portanto, de uma abordagem regulatória diferente daquela do Brasil, mas nem por isso menos meritória.

50. Nessa linha, em se aceitando o argumento de que a finalidade da norma hoje expressa no art. 4º, §1º, da ICVM 332 seria, de fato, garantir um duplo escrutínio no Brasil e no exterior, é necessário que a leitura do que seria o “regulador”, conforme mencionado no relatório da Audiência Pública SDM nº 07/16, não esteja limitada àqueles órgãos governamentais que exercem função regulatória sobre o mercado de capitais, devendo incluir, também, aquelas entidades privadas que exercem autoridade no âmbito dos respectivos sistemas de distribuição por atribuição legal (como no caso de Bermudas) ou delegada, já que, de outro modo, a CVM estaria exercendo juízo de valor – sem contar com respaldo na regulamentação aplicável para tanto – sobre as opções regulatórias, legítimas, efetivadas em outros países.

51. Esta opção regulatória, por sinal (em que o duplo escrutínio se dá de forma indireta, pela atuação do órgão regulador estatal sobre o órgão autorregulador) não é tão distante assim do sistema brasileiro. Na verdade, o § 1º do art. 17 da Lei nº 6.385/76 já trata as bolsas de valores como órgãos auxiliares da CVM, como também já fora destacado no art. 5º da Resolução nº 2.690, última regulação baixada pelo Conselho Monetário Nacional sobre o tema, antes da Instrução CVM nº 46116. E, como órgãos auxiliares, sempre se admitiu que as bolsas de valores se incumbissem de determinadas atividades por delegação da CVM, como se vê, muito recentemente, dos itens 1.1, 1.1.1 e 2.1 Convênio celebrado em dezembro de 2020 entre a CVM e a B3 em que, nas ofertas sujeitas a esforços restritos de distribuição, a rotina de acompanhamento permite transferir para a B3 a verificação das regras aplicáveis:

“1.1 Este CONVÊNIO tem por objeto as ofertas de valores mobiliários realizadas sob a égide da ICVM nº 476/09. “1.1.1 No escopo de tais ofertas, delimitadas no item 1.1 acima, será estabelecida rotina, executada por oportunidade do registro junto à B3 de tais valores mobiliários para fins do respectivo depósito centralizado, de modo a verificar as regras

aplicáveis, definidas no item 2.1. abaixo. “CLÁUSULA SEGUNDA – COOPERAÇÃO ENTRE A CVM E A B3 2.1 As atividades conjuntas de acompanhamento e fiscalização do cumprimento de determinados requisitos normativos, previstos na hipótese de oferta pública realizada sob esforços restritos de distribuição, serão organizadas e exercidas pelas CONVENENTES nos termos de um PLANO DE TRABALHO, anexo à este CONVÊNIO, o qual será assinado pelos representantes da CVM e da B3, indicados como responsáveis pela administração deste Convênio (“PLANO DE TRABALHO”).

52. Note-se que a Regulamentação BSX pode ser até mesmo mais restritiva do que a brasileira. Como exemplo, a Regulamentação BSX veda expressamente a utilização de prospecto antes de sua aprovação final pela BSX, o que difere do disposto na ICVM 400, que permite a utilização do prospecto preliminar para coleta de intenções de investimentos, inclusive com recebimento de reservas, antes da versão definitiva do documento ter sido aprovada pela CVM (desde que sejam determinados avisos e disposições sejam incluídos na redação do prospecto preliminar, sem prejuízo de outras medidas previstas no art. 46 da ICVM 400). Neste sentido, em cumprimento ao exigido pelas Leis de Bermudas e pela Regulamentação BSX, a Companhia protocolou junto à BSX, em 29 de setembro de 2020, o pedido de registro de listagem Ações, tendo apresentado, ainda, minuta do prospecto a ser usado na oferta local, além dos demais documentos exigidos pela Regulamentação BSX.

53. Além disso, em decorrência da possibilidade da extensão da Oferta em Bermudas para residentes do país e de regras de controle cambial aplicáveis necessárias para a operacionalização da Oferta em Bermudas, a Companhia precisou obter, com o suporte do Clarien, em cumprimento ao Exchange Control Act de 1972 de Bermudas, autorização específica da BMA, a qual foi concedida em 11 de outubro de 2020.

54. Com relação às medidas de proteção disponíveis aos investidores em Bermudas, o Companies Act 17 atribui expressamente aos administradores da Companhia responsabilidade civil por indenizar investidores da Oferta em Bermudas por perdas sofridas em decorrência de omissões ou informações inverídicas contidas no prospecto:

55. A legislação de Bermudas também atribui responsabilidade criminal, com penas de prisão e multas, a qualquer pessoa que preste ou autorize a inclusão de informações incorretas ou enganosas em prospectos, exceto se restar comprovado que a informação era imaterial ou se, no momento que ela foi prestada, a pessoa tivesse fundamentos razoáveis para acreditar na sua veracidade.

56. A atividade regulatória da BSX protege investidores também na forma de extensas obrigações contínuas de divulgação de informações, que devem ser cumpridas pelas companhias listadas. Referidas obrigações incluem a divulgação de informações relativas a demonstrações financeiras, alterações na composição do Conselho de Administração, declaração de dividendos, a adoção de uma política que proíba a prática de insider trading, além de outros assuntos considerados relevantes na Regulamentação BSX. O descumprimento desses requisitos contínuos por parte dos emissores pode resultar na imposição de sanções pela BSX, incluindo a censura do emissor e/ou de seus diretores, além da deslistagem do emissor.

57. No que concerne à proteção dos investidores no âmbito da Oferta, que combinará esforços simultâneos de distribuição no Brasil e no exterior, não se deve ignorar o papel das instituições financeiras intermediárias contratadas.

58. Tal como no caso das bolsas de valores, referidas instituições são responsáveis, como “gatekeepers”, pela veracidade e completude das informações divulgadas acerca dos valores mobiliários ofertados. O Clarien (instituição regulada e fiscalizada pela BMA em Bermudas)

revisará os documentos da Oferta em Bermudas, terá o apoio de assessores legais estrangeiros (inclusive locais de Bermudas), e, ainda, contará com a emissão de carta-conforto da Deloitte quanto aos números contábeis da Companhia divulgados nos documentos da Oferta em Bermudas.

59. A esse respeito, a Regulamentação BSX prevê que o Clarien, instituição financeira com sede em Bermudas autorizada a operar e fiscalizada pela BMA, na qualidade de “patrocinador” (sponsor) do processo de listagem na BSX e da Oferta em Bermudas deverá entregar, em conjunto com o protocolo dos documentos definitivos mencionado anteriormente, um termo de declaração e compromisso específico em que, dentre outras coisas, declara que:18

“(1) no seu melhor conhecimento, após ter feito todas as indagações cuidadosas e devidas ao emissor e seus assessores, acredita que a Companhia satisfaz todas as condições relevantes para a listagem das Ações e demais requisitos previstos na Regulamentação BSX; (2) no seu melhor conhecimento, após ter feito ao emissor e seus assessores todas as indagações cuidadosas e devidas:

(i) todos os documentos exigidos pela Regulamentação BSX foram fornecidos; (ii) todos os demais requisitos aplicáveis da Regulamentação BSX foram cumpridos; e (iii) não há outras informações além daquelas incluídas no prospecto ou em outros documentos fornecidos à BSX que deveriam ter sido consideradas pela BSX ao conceder a autorização para a listagem das Ações; (...)” (tradução livre)

60. A BSX ainda tem autoridade para investigar e julgar supostas violações às suas normas pelo Clarien 19 , na qualidade de “patrocinador” da listagem da Companhia, podendo, inclusive, impor multas e cancelar sua licença para operar no âmbito das operações envolvendo valores mobiliários de companhias listadas na BSX.

61. Portanto, no que toca à proteção dos investidores, além de todo o processo de revisão e aprovação previsto na Regulamentação BSX, inclusive acerca das informações relacionadas à Oferta em Bermudas e à Companhia, o regime regulatório de Bermudas atribui ao intermediário/patrocinador (sponsor) reponsabilidades bastante similares àquelas atribuídas aos intermediários pela regulamentação brasileira.

62. Adicionalmente, considerando que a Oferta em Bermudas será estendida ao mercado internacional, em conformidade, inclusive, com os regimes previstos na Regra 144A e a na Regulação S, ambos do U.S. Securities Act de 1933, ela contará com instituições intermediárias adicionais, com a participação de dois grandes e renomados escritórios de advocacia norte americanos, com prática consistente em relação a ofertas conduzidas no mercado de capitais, que conduzirão diligencia legal, além de contar também com revisões adicionais das demonstrações contábeis da Companhia pela Deloitte, nos termos exigidos pelas normas americanas.

63. Assim, a despeito de a oferta das Ações não ser registrada em outros países, tais esforços de colocação internacionais implicam a participação de “gatekeepers” adicionais, inclusive considerando que em grande parte das jurisdições a utilização de safe harbors não excluem a possibilidade de responsabilização por falhas informacionais.





do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Michelle da Rocha Faria, Analista**, em 25/02/2021, às 23:53, com fundamento no art. 6º 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 25/02/2021, às 23:54, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 26/02/2021, às 01:35, com fundamento no art. 6º 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 **1198865** e o código CRC **701DEC99**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1198865** and the "Código CRC" **701DEC99**.*