



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 126/2020-CVM/SEP/GEA-2

Rio de Janeiro, 29 de outubro de 2020.

À EXE,

Assunto: Consulta sobre Registro inicial de emissor estrangeiro de valores mobiliários na categoria A

NAVIOS SOUTH AMERICAN LOGISTICS INC.

Processo CVM nº 19957.005751/2020-01

1. Reporto-me à consulta protocolada perante esta CVM (1121367), referente ao Ofício-Conjunto nº 162/2020-CVM/SRE/SEP, de 25 de setembro de 2020 (1106905), enviado em razão do Pedido de Registro de Emissor Estrangeiro de Valores Mobiliários na Categoria A, nos termos do Artigo 2º, I, da ICVM 480/09, protocolado em 18 de agosto, no qual a **NAVIOS SOUTH AMERICAN LOGISTICS INC.** (doravante “Companhia”, “Emissora” ou “Navios”) veio submeter à apreciação da CVM, acerca de apontamentos constantes no referido Ofício.

FATOS

2. Tendo em vista que a Companhia requereu urgência para a análise, por tratar-se de pedido de registro de oferta pública, em benefício do tempo iniciaremos a descrição dos fatos diretamente da consulta protocolada pela Companhia.

3. De forma resumida, esta SEP decidiu não iniciar o prazo de análise de registro de emissor estrangeiro por dúvidas em relação ao enquadramento da emissora ao Anexo 32-I da ICVM 480/09 e por considerar que os dispositivos societários da Navios traziam riscos excessivos à poupança popular que seria captada na operação. A respeito do enquadramento da emissora ao referido Anexo, foi enviado o Memorando nº 97/2020-CVM/SEP/GEA-2 (1098444) à SDM que encaminhou o caso ao Colegiado.

4. A respeito da discricionariedade desta SEP para indeferir pedidos de registro de emissores estrangeiros com regras societárias que além de conflitar com a legislação brasileira, permitem condutas que poderiam ser consideradas flagrantemente ilegais no Brasil, foi enviado o Memorando nº 96/2020-CVM/SEP/GEA-2 (1097718) à Procuradoria Federal Especializada (PFE).

5. Em sua resposta ao Ofício-Conjunto nº 162/2020-CVM/SRE/SEP, de 25 de setembro de 2020, a Companhia procurou endereçar os principais motivos pelos quais esta SEP não iniciou o prazo para análise de registro de emissor estrangeiro e que serão discutidos a seguir.

Anexo 32 da ICVM 480/09

6. Com relação à definição do conceito de “mercado principal” prevista no artigo 1º, § 1º, II, b do Anexo 32 da ICVM 480/09, a Companhia mencionou a seguinte decisão do Colegiado para indicar que a dúvida levantada durante o processo estaria superada:

CONSULTA SOBRE A INSTRUÇÃO CVM Nº 480/09, EM FUNÇÃO DE ALTERAÇÃO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 3/20 PROC. SEI 19957.005751/2020 01

Por unanimidade, acompanhando as conclusões da área técnica, o Colegiado destacou que a expressão ações contida no art. 1º, § 1º, II, b, do anexo 32 I da Instrução CVM nº 480, de 2009, abrange ações e certificados de depósito de ações, entendendo 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. Por fim, o Colegiado decidiu que a redação da referida norma deverá ser ajustada para refletir esse esclarecimento.

Questões societárias

7. Com relação à questão sobre o ordenamento societário aplicado à Companhia, tendo como base a consulta feita por esta SEP à PFE por meio do Memorando nº 96/2020-CVM/SEP/GEA-2, que resultou no Parecer n. 00051/2020/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU (1108395) emitido pela PFE no âmbito deste processo, a Companhia entendeu que o Parecer indicou que, muito embora o emissor estrangeiro não esteja vinculado à Lei das Sociedades Anônimas, a competência da CVM prevista na Lei nº 6.385 permitiria que o Pedido de Registro da Companhia fosse indeferido.

8. A PFE ponderou que, além da prerrogativa de exercer seu poder de polícia, a CVM deve exercer seu papel de proteção ao investidor brasileiro e de garantia do tratamento isonômico entre emissores estrangeiros e nacionais, permitindo à SEP não aprovar o Pedido de Registro de emissor estrangeiro da Companhia.

9. A conclusão da PFE foi a seguinte:

Pelo exposto, conclui-se que o deferimento do presente pedido de registro de emissor, tal como estruturado, tem o potencial de fragilizar o exercício da função regulatória e fiscalizatória da CVM, inclusive o cumprimento de um dos deveres definidos em seu mandato legal, qual seja, a proteção efetiva dos investidores residentes que atuam no mercado de valores mobiliários, alerta que ganha especial relevo se considerado que a oferta se destina a investidores não qualificados.

No mais, deverão ser sopesadas com (i) não aderência, pelos atos societários apresentados pela companhia, das práticas mínimas consideradas suficientes pelo Brasil em termos de supervisão e tratamento de irregularidades; (ii) a possibilidade de arbitragem regulatória, acentuada pelo fato de que a Companhia Emissora pontua que não se encontra regida por aparato legal e regulatório consistente no país de origem; (iii) a ausência de histórico de negociação de ações ou certificados de ações em nenhum mercado, bem como de supervisão da entidade reguladora de seu principal mercado de negociação; e (iv) o fato de que a CVM não terá garantia de pleno exercício de poder de polícia sobre emissor estrangeiro com essas características, sobretudo conforme se verifica no caso da consulente, cujas suas subsidiárias são incorporadas em várias jurisdições, e alguns dos administradores residem fora do Brasil, face às considerações formuladas nos itens precedentes.

Por consequência e considerando, ainda, a experiência anterior da CVM no caso paradigma citado ao início da presente manifestação, o deferimento do pedido de registro de emissor no caso concreto não parece encontrar suporte naquilo que dispõe o art. 4º, da Lei 6.385/76.

10. A Companhia em sua Consulta acenou que compartilha das preocupações com relação à capacidade de exercício de poder de polícia, da proteção do investidor brasileiro e do tratamento equitativo de emissores do mercado de capitais, mas discorda da conclusão do Parecer, por isso apresentou considerações adicionais relacionadas à estrutura societária da Companhia e seu contexto regulatório para demonstrar a legalidade e viabilidade da concessão do registro de emissor estrangeiro da Companhia.

11. Tendo em vista que a Companhia discorda da conclusão do Parecer, foi enviado o Memorando nº 120/2020-CVM/SEP/GEA-2 à PFE para dar ciência a respeito das objeções e argumentos da Companhia e consultar sobre a permanência da validade das conclusões do Parecer.

12. A Companhia apresentou alguns argumentos para basear as seguintes conclusões: (i) "está sedimentado o entendimento de que a Lei das Sociedades Anônimas não se aplica às companhias estrangeiras, conforme previsão do artigo 9º da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro"; e (ii) "que o fato de a Companhia não observar as práticas societárias brasileiras não seria um fundamento para não concessão de seu registro de emissora estrangeira".

13. Entendo desnecessário reproduzir os argumentos da Companhia, pois a motivação desta SEP não está baseada na percepção de que um emissor estrangeiro deveria se submeter à legislação societária brasileira, mas no caso específico da Navios, que trazia em seus documentos societários autorizações aos administradores e terceiros para a prática de atos que, no Brasil, seriam considerados ilegais.

14. De forma resumida, o fundamento para a não concessão de registro de emissora estrangeira não se fez em tese, mas sob caso concreto e em função das obrigações de proteção ao mercado e à poupança popular brasileira, previstas na legislação.

15. Adiante na consulta, a Companhia procura endereçar as questões societárias das jurisdições em que se encontra.

16. Em que pese a Companhia ter divulgado de forma explícita em seu Formulário de Referência (fatores de risco), que está sediada em jurisdição com legislação societária e regulatória frágil, na Consulta apresenta uma breve descrição das legislações societárias às quais está sujeita por ser uma *reporting company* perante a SEC (envio dos formulários 6K-Fato Relevante e 20-F, semelhante ao FRE, e se sujeitar à Sarbanes-Oxley), por ter sede nas Ilhas Marshall (cujas regras seriam semelhantes às do estado norte-americano de Delaware) e por vir a ter valores mobiliários admitidos a listagem em Cayman.

17. A Companhia enviou os seguintes documentos para resumir as regras protetivas às quais estaria sujeita nas diferentes jurisdições (Ilhas Marshall, sua sede, Cayman Islands, onde as ações serão listadas, e USA, por ser uma *reporting company*): (i) Resumo dos direitos dos acionistas na República das Ilhas Marshall (1122585); Listagem de títulos patrimoniais na Bolsa de Valores das Ilhas Cayman –responsabilização potencial e medidas de cumprimento (1122597); e Aplicabilidade da Legislação Federal dos Estados Unidos de Valores Mobiliários à Navios South American Logistics Inc. (1122606).

18. O conteúdo dos documentos não será debatido, pois, oportunamente, durante o processo de pedido de registro, serão avaliados. Além disso, os atos societários da Companhia que justificaram as preocupações que culminaram na não abertura de prazo, não foram vedados por estas jurisdições, de forma que, em tese, os problemas não estariam sanados.

19. A Companhia reapresentou a Declaração de Emissor Estrangeiro, em atenção às considerações da SEP e também as questões relativas à Oferta Pública. Ambas as questões não são relevantes para a presente análise, portanto não serão endereçadas neste momento.

20. Adiante na consulta, a Companhia apresentou uma lista razoavelmente extensa de propostas **voluntárias** de alteração de seus documentos societários e indicou que os acordos de acionistas perderão a validade, o que traria menor risco ao acionista minoritário, visto haver, nos mesmos, cláusulas prevendo direitos diferenciados para ações ordinárias de classes diferentes. As alterações foram apresentadas, ainda que a Companhia tenha apresentado o entendimento de que não observar as práticas societárias brasileiras não seria um fundamento para a não concessão de seu registro de emissora estrangeira.

21. Os detalhes sobre as alterações societárias estão na Consulta e não serão transcritos para este Memorando, pois o mesmo não tem objetivo de esgotar um assunto que será discutido, no que for necessário, de forma mais abrangente durante o processo de registro.

22. Por fim a Companhia apresenta as seguintes conclusões (relevantes para a avaliação da SEP):

22.1. Por ser uma emissora estrangeira, a Companhia não está obrigada a observar as práticas societárias brasileiras;

22.2. Não obstante, a Companhia está sujeita à supervisão e fiscalização desta D. Comissão, bem como dos entes reguladores dos Estados Unidos (incluindo a SEC), das Ilhas Cayman e das Ilhas Marshall;

22.3. A concessão do registro de emissor estrangeiro à Companhia não cria barreiras adicionais à fiscalização e atuação do poder de polícia desta D. Comissão; e

22.4. Foram feitos ajustes espontâneos dos documentos societários da Companhia de forma a endereçar os pontos levantados pela SEP no Memorando bem como outros pontos de governança corporativa, visando a maior proteção do investidor.

23. E, com base no exposto, requereu o que se segue (serão avaliados pela SEP somente os dois primeiros itens, sendo o terceiro de competência da SRE):

23.1. Seja proferido o entendimento de que as disposições societárias da Companhia não constituiriam nenhum impedimento para a concessão de registro de emissor estrangeiro;

23.2. Seja confirmado o entendimento de que a Companhia está apta a ter seu pedido de registro de emissor estrangeiro analisado por esta D. Comissão;

23.3. Seja confirmado que a Oferta nas Ilhas Cayman a ser realizada nos termos descritos acima sejam suficientes para o cumprimento do artigo 4º da Instrução CVM nº332.

24. Por fim, requereu-se caso esta Superintendência entendesse pelo indeferimento total ou parcial desta consulta, que encaminhasse ao Colegiado desta CVM para o oportuno e acertado reexame da questão.

ANÁLISE

25. Conforme já explicitado, a Companhia trata sua Consulta com caráter de urgência, de forma que o presente Memorando não se estenderá sobre o que pode ser debatido fora do âmbito da Consulta, onde serão endereçadas a pertinência e suficiência das alterações voluntárias adotadas pela Companhia.

26. De início, sem análise exaustiva da nova documentação proposta pela Companhia, pode-se dizer que grande parte das preocupações a respeito dos riscos que os atos societários e os acordos de acionistas traziam para o investidor foi, salvo melhor juízo, endereçada pelas alterações voluntárias sugeridas pela Companhia.

27. Entretanto, também sem ser exaustivo, permanecem questões referentes inclusive à operacionalidade da custódia fungível das ações considerando o que se segue (a respeito do capital social):

"5.1 Ações Com Certificados. As ações do capital social da Sociedade devem ser representadas por certificados, desde que o Conselho de Administração possa estabelecer por resolução ou deliberações que algumas ou todas as classes ou séries do capital social da Sociedade serão ações não certificadas. Qualquer resolução desse tipo não se aplicará às ações representadas por um certificado até que esse

certificado seja entregue à Sociedade. Todos os detentores de capital social da Sociedade terão direito a ter um certificado assinado, em nome da Sociedade (i) pelo Diretor-Presidente ou pelo Presidente e (ii) pelo Tesoureiro ou um Tesoureiro Adjunto, ou pelo Secretário ou um secretário adjunto da Sociedade, certificando o número e a classe das ações do capital social da Sociedade de propriedade de tal titular. O Conselho de Administração terá o poder de nomear um ou mais agentes de transferência e / ou registradores para a transferência ou registro de certificados de ações de qualquer classe e pode exigir que os certificados de ações sejam assinados ou registrados por um ou mais desses agentes de transferência e / ou registradores.

[...] 5.4. Transferências. As ações do capital social da Sociedade serão transferíveis em seus livros pelos titulares dos mesmos, pessoalmente ou por seus procuradores ou representantes legais devidamente autorizados, mediante entrega à Sociedade pela entrega de um certificado devidamente endossado ou certificados para um número igual de ações (na medida em que evidenciado por certificados de ações físicos) para a pessoa responsável pelas ações e livros e livros de transferência. Os certificados representativos dessas ações, se houver, serão cancelados e novos certificados, se as ações forem certificadas, serão emitidos. As ações do capital social da Sociedade que não forem representadas por um certificado serão transferidas de acordo com a legislação aplicável. Deve ser feito um registro de cada transferência. Sempre que qualquer transferência de ações for feita para garantia colateral, e não de forma absoluta, isso deverá ser expresso na anotação da transferência se, quando os certificados forem apresentados, tanto o cedente quanto o cessionário solicitarem que a Sociedade o faça. O Conselho de Administração terá poderes e autoridade para estabelecer as regras e regulamento que julgar necessários ou apropriados com relação à emissão, transferência e registro de certificados de ações do capital social da Sociedade. A Sociedade terá o poder de celebrar e executar qualquer acordo com qualquer número de acionistas de qualquer uma ou mais classes de capital social da Sociedade para restringir a transferência de ações do capital social da Sociedade de qualquer uma ou mais classes de propriedade de tal acionistas de qualquer forma não proibida pelo BCA."

28. Não é possível, neste momento, apresentar uma análise exaustiva sobre a consistência do estatuto, dos acordos de acionistas e dos atos societários de forma a afastar, nas palavras da PFE, a "não aderência, pelos atos societários apresentados pela companhia, das práticas mínimas consideradas suficientes pelo Brasil em termos de supervisão e tratamento de irregularidades".

29. Nossa abordagem sobre a consulta da Companhia está concentrada na autonomia desta CVM para, diante de evidências de documentos societários em flagrante contraste com princípios básicos e fundamentais para a proteção ao investidor e ao ordenamento jurídico brasileiro, **indeferir o pedido de registro de emissor estrangeiro**. Não apenas no caso em questão, mas de forma geral.

30. A documentação inicial da Companhia trazia, de forma direta e clara, permissões para que os administradores agissem de forma contrária à lei brasileira em temas delicados como dever de diligência e lealdade. Essa questão já foi debatida, em parte, no Parecer da PFE.

31. Em que pese a Companhia indicar que também estará sob o escrutínio de outras jurisdições, o estatuto e o acordo de acionistas enviados não foram, salvo melhor juízo, indeferidos ou contestados por nenhuma delas (uma vez que a Companhia está listada há alguns anos e os documentos permanecem vigentes), portanto não nos parece que um eventual prejuízo ao investidor brasileiro, pelo uso de prerrogativas estatutárias e do acordo de acionistas, não estaria endereçado em nenhuma das jurisdições indicadas, de forma que essa argumentação não reduz os riscos levantados por esta CVM.

32. Entendemos, de forma clara e direta, que o reconhecimento de mérito, por parte do Colegiado, nas colocações da Companhia a respeito da não autonomia desta CVM para indeferimento de registro, nos termos propostos no Parecer da PFE, retiraria desta Comissão discricionariedade fundamental para agir no sentido de prevenir eventuais fraudes no mercado de ações brasileiros. Ressaltando que, com base na documentação anterior da Companhia, condutas potencialmente ilegais teriam respaldo em seus documentos societários.

33. A Companhia apresenta alguns argumentos e conclusões como, por exemplo, que a "concessão do registro de emissor estrangeiro à Companhia não cria barreiras adicionais à fiscalização e atuação do poder de polícia desta D. Comissão", que foram endereçadas pela PFE que se manifestou por intermédio da Nota n. 00060/2020/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU (1129204), em atenção ao Memorando nº 120/2020-CVM/SEP/GEA-2 (1123429), que encaminhou à PFE as alegações da Companhia. Segue os principais pontos da referida Nota a respeito do assunto:

Noutro giro, a manifestação jurídica da PFE-CVM apontou as dificuldades inerentes ao exercício de jurisdição sobre intermediário estrangeiro sem sede no Brasil, as quais, também em vista do caso concreto, adquirem relevo porque, mais uma vez, a própria emissora indica "também como fator de risco o fato de seus administradores poderem ser difíceis de intimar em processos, uma vez que a Companhia e suas subsidiárias são incorporadas em várias jurisdições, e alguns dos administradores residem fora do Brasil".

Sobre o tema, não se pode deixar de pontuar que, no caso LAEP, havia um representante legal no Brasil que, nada obstante, renunciou ao cargo, sendo que a companhia emissora não cumpriu a obrigação de designar seu sucessor, permanecendo, portanto, sem representação, a despeito dos diversos processos administrativos instaurados pela CVM.

Conforme análise efetuada pela SEP à época dos fatos, a relutância da LAEP em nomear novo representante legal no Brasil teria trazido impactos negativos aos investidores, prejudicando, inclusive, apuração de responsabilidades pela não divulgação de informações relevantes ao mercado de valores mobiliários. O tema foi objeto do PAS CVM nº RJ2015/10545, resultando em aplicação da penalidade de multa pecuniária de R\$ 250.000,00 à LAEP em razão da não designação de representante legal, em infração ao art. 3º, §2º, Anexo 32-1 da Instrução CVM nº 480/09.

Assim, a menção à carta rogatória, bem como as demais questões suscitadas no item IV do Parecer n. 00051/2020/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, não devem ser tomadas em desconexão com as características do pedido de registro de emissor em testilha, as quais apresentam diversos pontos semelhantes ao caso emblemático enfrentado pela CVM, na qualidade de Agente Regulador - notadamente por se cuidar de emissor estrangeiro que possui sede em país com regime de proteção ao investidor reconhecidamente inferior ao previsto no Brasil e sem histórico de negociação de ações ou certificados de ações em nenhum mercado, associado ao fato de que se pretende direcionar a oferta também a investidor de varejo, conforme esclarece a SEP no Memorando nº 96/2020-CVM/SEP/GEA-2.

34. Com relação à possibilidade de avaliar a nova documentação e a considerar as intenções da Companhia de condicionar essas alterações à concessão de registro, esta SEP não vê óbices, porém, entende que, até o presente, **a documentação não reflete as mudanças propostas pela Companhia**, de forma que deverá ser reapresentada contemplando as propostas de alteração nos atos societários e no acordo de acionistas.

35. Entretanto, no que diz respeito à discordância sobre as conclusões do Parecer da PFE, entendemos que a posição da Companhia não deve prosperar, sob o risco de, no caso de emissores estrangeiros, retirar-se funções fundamentais desta CVM previstas nas leis que embasam a própria existência da autarquia.

36. No caso em tela, a Companhia, de forma **voluntária**, decidiu retirar as autorizações societárias para atos que seriam diretamente contrários ao ordenamento jurídico brasileiro, em questões que poderiam impactar de forma irreversível o interesse do investidor. Porém, caso se decida que esta CVM não tem

autonomia para indeferir pedido de registro de emissores estrangeiros documentos societários em flagrante contraste com princípios básicos e fundamentais para a proteção ao investidor e ao ordenamento jurídico brasileiro, o sinal transmitido para novos interessados pode ser de que as alterações voluntárias nem sejam necessárias, reduzindo o papel da CVM à mera verificação de lista de documentos necessários.

37. Não se está tratando, naturalmente, de indeferir um registro por divergência em prazos de Assembleia ou pela inexistência de Conselho Fiscal, mas, por exemplo, como no caso em tela, para não permitir que os administradores ajam em benefício próprio e em detrimento da Companhia em negócios em que ambos tenham interesse, com esse conflito respaldado pelo estatuto em clara desvantagem para o emissor e, conseqüentemente, para o investidor brasileiro.

38. Antes de concluirmos, a decisão do Colegiado de que o Brasil poderá ser o principal mercado de negociação, nos termos do art. 1º do anexo 32-I da ICVM 480/09, trouxe algumas novas reflexões para esta SEP, uma vez que o referido artigo diz, de forma clara, que os BDRs 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.

39. Nos parece claro que a hipótese de ser o Brasil o principal mercado de negociação, também traz a exigência de que o emissor esteja sujeito à supervisão da entidade reguladora deste mercado, ou seja, a CVM. Portanto, a decisão do Colegiado não apenas indica que o Brasil pode ser o principal mercado de negociação, como a CVM será, caso isso ocorra, a entidade que supervisionará o emissor.

40. A partir deste entendimento, parece-nos que a alteração da norma de registro de emissores estrangeiros trouxe alterações de relevo. No ordenamento anterior não havia a figura de **principal mercado de negociação** nem a direta exigência de que o emissor esteja sob supervisão deste principal mercado, no caso, Brasil e CVM.

41. Parece-nos, salvo melhor juízo, que o investidor poderia, pela leitura da norma, entender que a CVM terá as ferramentas regulatórias necessárias para exercer o papel que se espera do regulador do principal mercado de negociação o que, sabemos, não é verdadeiro, uma vez que a própria Companhia explicita em sua Consulta que as alterações ora propostas são voluntárias e, portanto, aparentemente **nada impediria que voltassem às regras anteriores, após a concessão de registro.**

42. Tendo em vista casos como o que se discute neste Memorando, com captação praticamente exclusiva no mercado brasileiro, traz-nos o questionamento da conveniência de oferecermos a emissores registrados em paraísos fiscais, reconhecidamente de difícil acesso para eventual reparação de valores ou *enforcement* regulatório, acesso primário à poupança popular brasileira, sendo que não haverá acionistas de varejo em outras jurisdições.

43. Entendemos, com a devida vênia, que é temerária uma captação exclusiva no mercado brasileiro (serão, pelo menos, os únicos investidores de varejo na oferta) de Companhia sediada em paraíso fiscal. A eventual argumentação de que é possível ocorrer captações, por exemplo, nos EUA, por emissores sediados em paraísos fiscais, convém pontuar que tais países têm meios para coibir ação indevida ou fraudulenta contra os investidores locais, inclusive com sanções que extrapolam e muito o mercado de capitais, o mesmo não acontecendo com o mercado brasileiro.

44. Nossa primeira interpretação da alteração da norma (antes da decisão do Colegiado de que a mesma não impõe a obrigação de que o principal mercado de negociação do emissor estrangeiro se situe no exterior) indicava que sempre deveria haver investidores estrangeiros sob a tutela de algum mercado local. O que ocorre neste momento é que teremos apenas o investidor brasileiro exposto a um emissor estrangeiro sediado em jurisdição que o próprio reconhece, em seus fatores de risco, como uma localidade que *"não possui um aparato jurídico societário bem desenvolvido, o que pode afetar negativamente a capacidade dos acionistas de protegerem seus interesses"* e para a qual também afirma que *"pode haver impeditivos para um investidor ajuizar uma ação contra nós ou contra nossos diretores no Brasil, caso acreditem que seus direitos foram violados de acordo com a legislação nacional. Embora alguns investidores possam ajuizar uma ação contra nós ou nossas afiliadas nas cortes da República das Ilhas Marshall e, ainda, que as cortes da República das Ilhas Marshall possam julgá-las favoráveis, a execução da respectiva ação contra nós ou contra nossos diretores pode sofrer dificuldades práticas."*

45. A exigência do artigo 2º da ICVM 332/00, de apenas aceitar programas de BDRs de valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou semelhantes, que sejam admitidos à negociação e custodiados em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores - OICV, não garante, visto o caso paradigma relatado pela PFE no Parecer n. 00051/2020/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, ferramentas e instrumentos para um trabalho de supervisão com o mínimo de amplitude para proteger o investidor de varejo brasileiro (objeto prioritário da oferta).

46. Tendo em vista a reconhecida falta de instrumentos regulatórios e de *enforcement* para esta CVM exercer um trabalho adequado de supervisão e proteção à poupança popular brasileira e, conforme já citado, não haver previsão legal para atuação efetiva desta CVM, entendemos que, oportunamente, a norma de registro de emissores estrangeiros deva ser revista para, alternativamente, exigir que a Companhia tenha de fato acionistas minoritários no exterior ou ao menos que esteja sob supervisão de reguladores de mercados desenvolvidos. Conforme bem pontou a PFE em sua NOTA n. 00060/2020/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU:

Nesse diapasão, releva destacar que a própria Companhia informa como fator de risco o fato de estar sob jurisdição das Ilhas Marshall, país que "não possui um aparato jurídico societário bem desenvolvido".

Dessa forma, o que se pontuou, com base no que afirma a emissora, foi que, além de não contar com a proteção da legislação societária brasileira, o investidor também não estaria resguardado pelas normas de direito societário do país de origem.

47. Sem prejuízo da eventual revisão das normas de registro de emissores estrangeiros e de BDR, mas considerando a decisão do Colegiado de que o Brasil poderá ser o principal mercado de negociação, nos termos do art. 1º do anexo 32-I da ICVM 480/09, a nosso ver, seria importante a manifestação do Colegiado sobre a a possibilidade de indeferimento de registro por parte da SEP diante dos riscos decorrentes da situação concreta, no qual a **NAVIOS SOUTH AMERICAN LOGISTICS INC** possui sede em jurisdição que *não possui um aparato jurídico societário bem desenvolvido* e pelo fato de que a captação decorrente da emissão de ações e certificados de depósito de ações no caso concreto se dará totalmente ou ao menos preponderantemente no Brasil.

48. Por fim, endereçando diretamente a requisição da Companhia para que seja proferido o entendimento de que suas disposições societárias não constituiriam nenhum impedimento para a concessão de registro de emissor estrangeiro, entendemos que as disposições societárias da Companhia podem constituir impedimento para a concessão de registro, e neste aspecto buscamos o entendimento do Colegiado sobre a discordância da emissora sobre o Parecer n. 00051/2020/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU da PFE (cujas conclusões foram confirmadas pela NOTA n. 00060/2020/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU e DESPACHO n. 00446/2020/PFE - CVM/PFE-CVM/PGF/AGU) e sobre a autonomia desta CVM para indeferir registro de emissores estrangeiros **em caso de disposições societárias em**

flagrante contraste com princípios básicos e fundamentais para a proteção ao investidor.

49. A nosso ver, embora seja cediço que a Lei nº 6.404/76 não se aplica aos emissores estrangeiros, nos parece necessário reconhecer que emissores estrangeiros que apresentam disposições societárias em flagrante contraste com princípios básicos e fundamentais para a proteção ao investidor, não podem ser registrados e admitidos tendo como mercado principal de negociação o Brasil. Nesse sentido, por estarmos discordando da assertiva de que "(i) seja proferido o entendimento de que as disposições societárias da Companhia não constituiriam nenhum impedimento para a concessão de registro de emissor estrangeiro", é necessário o encaminhamento deste caso ao Colegiado.

50. E quanto à requisição de que "(ii) seja confirmado o entendimento de que a Companhia está apta a ter seu pedido de registro de emissor estrangeiro analisado por esta D. Comissão", conforme já colocado, não vemos óbices caso a documentação seja reapresentada com a incorporação das alterações propostas nos atos societários.

51. Em relação à requisição de que seja "(iii) seja confirmado que a Oferta nas Ilhas Cayman a ser realizada nos termos descritos acima sejam suficientes para o cumprimento do artigo 4º da Instrução CVM nº332", tal assertiva será tratada pela SRE.

CONCLUSÃO

52. Isso posto, encaminhamos o processo à SGE, para inclusão do tema na pauta de reunião do Colegiado, com vistas ao esclarecimento das questões.

1Vide EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2015/10545 (19957.003029/2015-67) disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201510545_COMPLETO.pdf, itens 35 a 40.

Atenciosamente,

PAULO PORTINHO
Analista, GEA-2

De acordo. À SEP,

GUILHERME ROCHA LOPES
Gerente de Acompanhamento de Empresas 2

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GEA-2.

FERNANDO SOARES VIEIRA
Superintendente de Relações com Empresas

Ciente. À EXE, para as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral

Atenciosamente,



Documento assinado eletronicamente por **Paulo Roberto Portinho de Carvalho, Analista**, em 29/10/2020, às 16:16, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Guilherme Rocha Lopes, Gerente**, em 29/10/2020, às 16:16, 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 29/10/2020, às 16:37, 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 **1130172** e o código CRC **B945E87B**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1130172** and the "Código CRC" **B945E87B**.