

RADAR STOCHE FORBES – MERCADO DE CAPITAIS

Fevereiro de 2021

Nova regulamentação e esclarecimentos normativos

CVM edita resolução que promove alterações pontuais na Resolução CVM 8.

Em 19 de janeiro de 2021, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) editou e publicou a Resolução nº 15, que altera o prazo de entrada em vigor de alguns dispositivos da Resolução da CVM nº 8, de 14 de outubro de 2020, que dispensa dos ritos e despesas associadas ao registro de uma oferta pública na CVM as ofertas públicas de distribuição de letras financeiras e letras imobiliárias garantidas (“Resolução CVM 8” e “Resolução CVM 15”, respectivamente).

A Resolução CVM 15 estabelece que o disposto no artigo 14 e nos incisos XXII, XXIII, XXIV e XXV do Anexo A da Resolução CVM 8 entram em vigor em 1º de junho de 2021, enquanto as outras disposições entram em vigor 1º de fevereiro de 2021, conforme estabelecido originalmente.

As disposições prorrogadas são referentes, principalmente, às informações essenciais dos certificados de operações estruturadas, e a prorrogação visa atender ao pedido de participantes sobre a necessidade de implementação das novas exigências.

A Resolução CVM 15 entrou em vigor na data de sua publicação.

A Resolução CVM 8 foi objeto da 64ª Edição do Radar de Mercado de Capitais do Stocche Forbes, que pode encontrada [aqui](#).

A Resolução CVM 15 pode ser encontrada [aqui](#).

Julgados CVM

Colegiado da CVM defere pedido de dispensa de elaboração de prospecto e atualização do formulário de referência no âmbito de pedido de oferta pública de distribuição de debêntures.

O Colegiado da CVM, em reunião realizada em 22 de dezembro de 2020, julgou recurso contra a decisão da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) e da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) no âmbito do Processo Administrativo CVM SEI 19957.008277/2020-61, referente aos pedidos de dispensa de elaboração de prospecto e atualização do formulário de referência no processo de registro de oferta pública de distribuição de debêntures simples (“Oferta”).

No pedido de registro da Oferta, a companhia emissora (“Recorrente”), justificou o pedido de dispensa pelo público-alvo da Oferta, que seria dirigida exclusivamente aos atuais debenturistas da Companhia e titulares de créditos quirografários, no âmbito do plano de recuperação extrajudicial da Companhia.

A SRE e a SEP indeferiram o pedido alegando que a forma como se pretende conduzir o processo de registro de oferta pública, neste caso concreto, subverte a principal função da atividade registrária, que é prover informações atuais sobre o emissor.

A Recorrente interpôs recurso argumentando que: (i) a Oferta possui características que esvaziariam por completo o propósito de entrega de prospecto e a atualização do formulário de referência; (ii) o

público-alvo da Oferta é composto apenas por credores sujeitos ao plano de recuperação extrajudicial; (iii) o público-alvo estaria obrigado a subscrever e integralizar as debêntures emitidas no contexto da oferta, não devendo haver um decisão de investimento; e (iv) a realização de uma oferta pública por meio dos procedimentos da Instrução CVM 400 é justificada na medida em que (a) o público-alvo da Oferta precisa receber títulos oriundos de uma oferta pública, (b) o público-alvo é composto por mais que 50 investidores, o que inviabiliza uma oferta pelos procedimentos da Instrução CVM 476, (c) a utilização dos mecanismos de publicidade e divulgação de uma oferta pública é essencial para assegurar a devida substituição dos créditos pelas debêntures objeto da Oferta.

Dessa forma, o Colegiado da CVM decidiu (i) pelo provimento do recurso, por unanimidade, concedendo a dispensa de elaboração do prospecto e atualização do formulário de referência; e (ii) por maioria, por restringir a aquisição das debêntures objeto da Oferta, no mercado secundário, a investidores qualificados, até que ocorra a atualização do formulário de referência da Companhia.

A manifestação das áreas técnicas e a ata da reunião do colegiado podem ser acessados [aqui](#) e [aqui](#).

Colegiado da CVM esclarece o conceito de “companhia aberta ou assemelhada” previsto na Instrução CVM 332.

O Colegiado da CVM, em reuniões realizadas em 5 de janeiro de 2021 e 12 de janeiro de 2021, julgou os processos nº SEI (i) 19957.007302/2020-90 (“PAS 19957.007302/2020-90”) e (ii) 19957.006232/2020-52 (“PAS 19957.006232/2020-

52”) ambos relativos à classificação de companhias como emissor estrangeiro, com o intuito de esclarecer o conceito de “companhia aberta ou assemelhada”, previsto na Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000, conforme alterada

("Instrução CVM 332"), para fins de programa de certificados de depósito de valores mobiliários ("BDR").

Abaixo, apresentamos um resumo de cada um dos processos:

PAS 19957.007302/2020-90

O PAS 19957.007302/2020-90 foi originado de consulta apresentada por determinada instituição financeira e determinada sociedade ("Consulta" e "Consultentes", respectivamente) em decorrência das recentes alterações regulatórias que flexibilizaram o investimento em BDR, bem como das alterações normativas promovidas desde a decisão do Colegiado da CVM no Processo CVM nº RJ2006/1378, de 15 de agosto 2006.

Os Consultentes esclareceram a intenção de constituir uma "*investment company*" nos Estados Unidos ("Emissora"), a qual iria patrocinar programa de BDR Nível III, nos termos do art. 3º, III, da Instrução CVM 332.

Segundo os Consultentes, a figura da *investment company* nos EUA é regulada e comporta-se, do ponto de vista de governança, de forma muito semelhante às companhias abertas brasileiras. Adicionalmente, informaram que as ações da Emissora seriam negociadas em mercado de bolsa de valores e custodiados em países cujos órgãos reguladores (i) tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações ou (ii) sejam signatários do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO).

Na opinião dos Consultentes, a estrutura por eles apresentada enquadrar-se-ia na Instrução CVM

332, uma vez que a Emissora, observadas as preocupações já externadas pela CVM, seria um veículo equivalente às companhias abertas brasileiras e destacaram seu entendimento no sentido de que a decisão do Colegiado da CVM no Processo CVM nº RJ2006/1378 não seria aplicável ao presente caso, pois: (i) estaria desatualizada em relação ao atual ambiente institucional, macro e microeconômico brasileiro; (ii) apresentou certas contradições entre os seus fundamentos e a decisão final; e (iii) teria uma visão limitada em relação ao segmento *investment company*, pois não contemplava operações como as do caso em tela.

A SRE, em sua análise, destacou que o caso analisado no Processo CVM nº RJ2006/1378 possuía estrutura distinta da apresentada nesta consulta. No presente caso, a Emissora seria uma *investment company*, constituída sob a regulação de Delaware, com o capital social dividido em ações ordinárias. A estrutura proposta prevê, ainda, o registro tanto da Emissora como da oferta pública de suas ações junto à SEC, com as ações a serem admitidas à negociação em mercado não informado, mas sediado em país com o qual a CVM tem acordo de cooperação.

A SRE partiu da premissa de que, à luz da regulação brasileira, não caberiam questionamentos acerca da equiparação de uma entidade estrangeira emissora de ações a companhia aberta, para fins de emissão de BDRs lastreados em tais ações. Na visão da SRE, o requisito do artigo 2º da Instrução CVM 332 estaria formalmente atendido.

Nesse sentido, de acordo com a área técnica, afastar-se-ia uma preocupação levantada no âmbito do Processo CVM nº RJ2006/1378, na medida em que, no presente caso, a atividade da Emissora seria conduzida por administrador sujeito à regulação daquele mercado, de forma similar ao que ocorre na regulação brasileira em relação aos fundos de investimento. Ante o exposto, a SRE



concluiu que a Emissora pode ser caracterizada enquanto assemelhada à companhia aberta para fins do artigo 2º da Instrução CVM 332.

O Colegiado começou sua análise destacando que, nos termos da Instrução CVM 332, podem emitir BDRs companhias abertas ou assemelhadas. Assim, quando o tipo societário do emissor estrangeiro não tem correspondência perfeita com o da companhia aberta brasileira – seja porque não há, no país em que foi constituído, um tipo exato, seja porque, naquele país, há mais de um tipo societário assemelhado a uma companhia aberta brasileira – cabe verificar se o tipo societário do caso concreto se assemelha a uma companhia aberta brasileira.

Especificamente no tocante às *investment companies* constituídas com fulcro no *Investment Act* estadunidense, o Colegiado destacou que se trata de um conceito que abarca figuras bastante diferentes. Assim, o fato de uma companhia ser constituída como uma *investment company* não é, por si e exclusivamente, suficiente nem determinante para fins de analisar se a companhia estrangeira é ou não assemelhada a uma companhia aberta brasileira para fins do artigo 2º da Instrução CVM 332.

De acordo com a análise da SRE, o Colegiado entendeu que a Emissora preenche os requisitos, sendo, portanto, assemelhada a uma companhia aberta brasileira para fins do disposto na Instrução CVM 332. Assim, o Colegiado, por unanimidade, entendeu que o emissor de lastro de BDRs pode estar organizado nos termos da Consulta.

A manifestação da SRE e da Superintendência de Investidores Institucionais podem ser encontradas [aqui](#) e [aqui](#).

A ata da reunião do Colegiado pode ser acessada [aqui](#).

PAS 19957.006232/2020-52

O PAS 19957.006232/2020-52 trata da análise de consulta apresentada pela SRE sobre eventual impacto da oferta pública de distribuição inicial primária de BDRs ("Oferta") representativos de ações ordinárias classe A de emissão de determinada emissora ("Companhia"), na forma da Instrução CVM 332 e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 ("Instrução CVM 400"), em relação aos Fundos de Investimentos em Participações ("FIP"), tendo em vista a similaridade do objeto de atuação de companhias constituídas como *investment companies* com a forma de atuação dos fundos de investimento no Brasil.

A SRE considerou que a Companhia poderia aproveitar eventual oportunidade de arbitragem regulatória e as semelhanças entre a forma de atuação da Companhia quando comparada aos FIP, de modo que entendeu pela necessidade da avaliação do Colegiado.

Após exame das características da Companhia, a SRE ressaltou inicialmente que essa é uma sociedade limitada por ações, constituída como uma sociedade "isenta", na forma do *Companies Act* de Bermudas de 1981, ou seja, uma *limited liability exempted company*, e seu capital social é dividido em duas classes: (a) ações ordinárias classe A, com direito de voto restrito na razão de um voto por ação e (b) ações ordinárias classe B, com direito de voto pleno na razão de um voto por ação. Além disso, foi obtida a listagem das ações ordinárias classe A, as quais servirão de lastro para os BDRs, junto à Bolsa de Valores de Bermudas e, nos termos dos documentos da Oferta, tem por objetivo "*investir em participações em empresas inovadoras e de alto crescimento, no Brasil e em outros países*".

A SRE, ao analisar a decisão do colegiado no PAS 19957.007302/2020-90, descrito logo acima,

entendeu que a Companhia apresenta os 3 primeiros aspectos necessários apresentados por esse precedente, quais sejam (i) a personalidade jurídica; (ii) a responsabilidade limitada dos acionistas; e (iii) as ações admitidas a negociação em bolsa ou mercado organizado.

Adicionalmente, a SRE entendeu que a estrutura apresentada pela Companhia com a instituição de Conselho de Administração e contratação de gestora para administrar suas operações não se mostrou suficiente para atender plenamente o requisito da *“existência de administração delegada, que possua como instância máxima (ou única) um órgão colegiado”*, uma vez que a estrutura operacional da Companhia prevê a celebração de contrato de gestão de investimentos e de serviços administrativos, delegando poderes, deveres, discricionariedades, autoridade e responsabilidade a uma sociedade controlada indiretamente pela Companhia (*“Controlada Indireta”*).

Nesse contexto, na visão da SRE, embora a estrutura de administração da Companhia atenda ao propósito do requisito descrito acima, a decisão pela contratação da Controlada Indireta, na medida em que caracteriza a delegação da administração à pessoa ligada aos controladores da Companhia, acaba por anular todos os efeitos esperados da

referida delegação no que se refere à mitigação de risco de conflito de interesses. Por fim, com relação ao direito a voto e aos dividendos, a SRE concluiu que o requisito estaria devidamente atendido, uma vez que constam cláusulas no estatuto social prevendo tais direitos.

Assim, diante da análise das características da Companhia em linha com a decisão do PAS 19957.007302/2020-90, a SRE alterou seu entendimento quanto ao enquadramento da Emissora no termo assemelhada à companhia aberta de que trata o artigo 2º da Instrução CVM 332, concluindo, com base na nova análise, que a Emissora não preenche os requisitos essenciais de uma companhia aberta brasileira.

Após analisar o assunto, o Colegiado, por unanimidade, divergindo da manifestação da área técnica, concluiu que a Emissora satisfaz os critérios delineados na decisão do PAS 19957.007302/2020-90 e deve ser considerada assemelhada a uma companhia aberta para fins do artigo 2º da Instrução CVM 332.

A manifestação da SRE e ata da reunião do Colegiado podem ser encontrados [aqui](#) e [aqui](#).

Colegiado da CVM decide sobre pedido de dispensa de requisito previsto na Instrução CVM 332 no âmbito de registro de programa de BDR.

O Colegiado da CVM, em reunião realizada em 12 de janeiro de 2021, julgou o processo nº SEI 19957.006243/2020-32 relativo à solicitação de dispensa pela Companhia de requisito previsto no artigo 1º, inciso I, alínea “a”, do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480 de 07 de dezembro de 2009 (*“Instrução CVM 480”*), em relação a suas receitas, para fins de classificação da Companhia como emissor estrangeiro, no âmbito do pedido de registro de oferta pública primária de BDR Patrocinado Nível III.

Ao analisar o pedido de dispensa a SEP destacou inicialmente que, de acordo com o referido artigo,

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 e que observem, ainda, um dos seguintes critérios: (a) tenham ativos e receitas no Brasil que correspondam a menos de 50% daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação; ou (b) cujo principal mercado de negociação atenda aos requisitos previstos pela regulamentação aplicável.



A SEP observou que a Companhia afirmou possuir ativos e receitas no Brasil que correspondem a menos de 50% daqueles constantes das suas demonstrações financeiras referentes ao período de sete meses findo em 31 de julho de 2020, sendo estas as que melhor representam a essência econômica dos negócios da Companhia. No entanto, a SEP identificou que ao se desconsiderar o caixa da Companhia em dólar, a maioria dos ativos da Companhia encontrava-se localizada no Brasil.

A SEP verificou que, após ter sido informada, a Companhia efetuou novos aportes em suas investidas no exterior, de modo que os ativos da Companhia foram apresentados de forma aderente ao requerido pela norma. Já em relação a suas receitas, a Companhia buscou informações junto às próprias empresas investidas, considerando que as demonstrações financeiras da Companhia não são consolidadas, de modo que a memória de cálculo foi preparada com base em informações recebidas das empresas do portfólio da Companhia, as quais não são verificáveis por não integrarem as demonstrações financeiras do emissor.

Desse modo, a SEP concluiu que as receitas às quais a norma se refere são aquelas encontradas nas próprias demonstrações financeiras do emissor. E, nesse sentido, seria possível constatar, com base nas demonstrações financeiras elaboradas especialmente para fins de registro, que a Companhia ainda não auferiu receitas desde a sua constituição. Por essas razões, à luz da atual redação da norma, no que tange às receitas da Companhia, a SEP entendeu que a Companhia não se enquadra no requisito previsto no artigo 1º, inciso I, letra "a", do Anexo 32-I da Instrução CVM 480.

Em contraponto a este entendimento, a Companhia encaminhou um Parecer Técnico-Contábil em que se argumenta principalmente que o critério de verificação de receitas no exterior da Instrução CVM 480 não deveria ser aplicável a organizações cujos modelos de negócios são administrar

participações societárias e/ou entidades para investimentos.

A SEP por sua vez entendeu que, apesar de os argumentos trazidos no pedido serem válidos, não há previsão de dispensa na norma para casos análogos ao que ora se apresenta, sendo uma possível alternativa para o caso concreto a apresentação das demonstrações financeiras de cada uma das empresas investidas, traduzidas para o português, como forma de tornar possível a comprovação da origem das receitas do emissor. Diante disso, a SEP submeteu a matéria à apreciação do Colegiado da CVM.

Em sua análise, o Colegiado da CVM destacou que o fato de uma norma não prever expressamente a possibilidade de a CVM dispensar o cumprimento de exigências nela contidas não constitui óbice à concessão de dispensas em um caso concreto. Lembrou que outras sociedades de investimento estrangeiras já realizaram ofertas públicas no Brasil que alcançaram, inclusive, os investidores de varejo e o caso em tela não indicaria uma situação em que uma companhia genuinamente brasileira constitui uma *holding* no exterior, preocupação que motivou a atual definição normativa de emissor estrangeiro, mas sim uma verdadeira sociedade de investimentos estrangeira que busca rentabilidade em investimentos em diferentes mercados, inclusive o brasileiro.

Assim, o Colegiado, por unanimidade, aprovou a concessão da dispensa requerida, sendo que, por maioria, a condicionou à apresentação pela Companhia das demonstrações financeiras individuais auditadas das investidas e outros documentos que permitam à SEP concluir pela referida preponderância de ativos e receitas no exterior, considerado o conjunto das investidas finais.

A manifestação da SEP e a ata da reunião do colegiado podem ser acessados [aqui](#) e [aqui](#).

Colegiado da CVM rejeita acordo envolvendo administradora e gestora de recursos.

O Colegiado da CVM deliberou, em 12 de janeiro de 2021, sobre as propostas de termo de compromisso no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM SEI 19957.009152/2018-34, instaurado pela SEP para apurar a atuação de uma gestora de fundos de investimento ("Gestora") e seus diretores responsáveis pela gestão de fundos de investimento e pela administração de recursos de terceiros ("Diretores da Gestora"), da diretora responsável pela administração de recursos de terceiros de uma administradora de fundos de investimento ("Diretora" e, em conjunto com a Gestora e os Diretores da Gestora, "Acusados").

Nos termos da acusação, os Acusados (i) não cumpriram itens de regulamentos de fundos de investimento; (ii) não cumpriram os limites de concentração por emissor nas aplicações em opções flexíveis sem garantia de fundos de investimento; e (iii) não cumpriram o limite de 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe, de fundos de investimento.

Ademais, a Gestora e os Diretores da Gestora foram acusados de não terem agido com lealdade em

relação aos interesses de cotistas dos fundos de investimento geridos pela Gestora e a Diretora foi acusada de não empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado e a diligência exigidos pela regulamentação aplicável.

Nas propostas de termo de compromisso, a Gestora e os Diretores da Gestora sugeriram pagar, conjuntamente, o montante de R\$ 3 milhões à CVM, em 6 parcelas semestrais. Já a Diretora apresentou a proposta para pagar R\$ 200 mil à CVM, em parcela única.

O Comitê de Termo de Compromisso ("CTC"), em sua análise das propostas de termo de compromisso dos acusados, considerou a existência de elementos que indicam a inexistência de cessação da prática por parte de quase todos os acusados, concluindo que o acordo não seria conveniente e oportuno. Dessa forma, o Colegiado da CVM acompanhou o CTC e rejeitou as propostas de acordo.

O parecer do CTC pode ser encontrado [aqui](#).

Outras notícias relevantes

ANBIMA divulga novos guias que orientam sobre adesão aos códigos de autorregulação e alteração cadastral.

Em 26 de janeiro de 2021, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais ("ANBIMA") lançou dois guias com o objeto de agilizar os processos de adesão aos códigos de autorregulação e alteração cadastral, realizados por meio da plataforma online da associação.

De modo a otimizar os referidos processos, o Guia para Alteração Cadastral traz o passo a passo para a atualização do cadastro das instituições que já aderiram à autorregulação. Além do código, a ANBIMA também criou uma página em seu portal em que detalha os trâmites necessários para a alteração cadastral das instituições.



O Guia de Documentação para Pedidos de Associação à ANBIMA e Adesão aos Códigos de Autorregulação (“Guia de Adesão”), por sua vez, detalha as exigências que devem ser cumpridas pelas instituições que pretendem aderir aos códigos de autorregulação.

O Guia de Adesão e o Guia para Alteração Cadastral podem ser encontrados [aqui](#) e [aqui](#).

Contatos para eventuais esclarecimentos:

HENRIQUE BONJARDIM FILIZZOLA
E-mail: hfilizzola@stoccheforbes.com.br

MARCOS CANECCHIO RIBEIRO
E-mail: mribeiro@stoccheforbes.com.br

FREDERICO MOURA
E-mail: fmoura@stoccheforbes.com.br

RANA MORAZ
E-mail: rmoraz@stoccheforbes.com.br

STOCHE FORBES

A D V O G A D O S

O Radar Stocche Forbes – Mercado de Capitais é um informativo mensal elaborado pelo departamento de Mercado de Capitais do Stocche Forbes Advogados, que tem por objetivo informar nossos clientes e demais interessados sobre os principais temas que estão sendo discutidos atualmente nas esferas administrativa e judicial, bem como as recentes alterações legislativas e regulamentares no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

Esse boletim tem caráter meramente informativo e não deve ser interpretado como um aconselhamento legal.

www.stoccheforbes.com.br