

RADAR STOCHE FORBES – MERCADO DE CAPITAIS

Maio de 2021

Nova regulamentação e esclarecimentos normativos

CVM dispensa a apresentação de boletim de subscrição.

Em 08 de abril de 2021, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) editou a Resolução da CVM nº 27 (“Resolução CVM 27”), aprovando a dispensa de boletim de subscrição ou recibo de aquisição no âmbito de pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, desde que liquidadas por meio de sistema administrado por entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários.

Nas ofertas em que for utilizada a dispensa descrita acima, o intermediário deve adotar os procedimentos que julgue necessários a fim de formalizar o documento de aceitação da oferta, que deve conter as seguintes informações: (i) condições de integralização, subscrição ou aquisição de sobras; (ii) condições aplicáveis caso a oferta conte com a possibilidade de distribuição parcial; (iii) identificação da condição de investidor vinculado à oferta; e (iv) termo de obtenção de cópia do prospecto preliminar ou definitivo.

Ainda, a CVM dispensou, em caráter experimental, a apresentação do documento de aceitação acima mencionado no caso de investidores institucionais, com o objetivo de verificar os benefícios de tal flexibilização e antecipar eventuais questões relacionadas à sua implementação definitiva.

A Resolução CVM 27 revoga a Deliberação da CVM nº 860, de 22 de julho de 2020, que delegava competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM (“SRE”) para dispensar a referida apresentação de boletim de subscrição.

A Resolução CVM 27 entra em vigor em 03 de maio de 2021 e as medidas nela previstas somente se aplicam aos pedidos de registro de ofertas públicas protocoladas a partir do início de sua vigência.

A Resolução CVM 27 pode ser acessada [aqui](#).

Julgados CVM

Colegiado da CVM julga pedido de dispensa de observância do artigo 55 da Instrução CVM 400.

O Colegiado da CVM julgou, em 01 de abril de 2021, pedido de dispensa de observância do artigo 55 da Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada ("Instrução CVM 400"), qual seja, a vedação de colocação de valores mobiliários em controladores ou administradores das instituições intermediárias e da emissora no caso de excesso de demanda superior a um terço da quantidade de valores mobiliários objeto da oferta.

O pedido foi formulado no âmbito do pedido de registro de distribuição de cotas de determinado fundo de investimento imobiliário ("Fundo" e "Oferta", respectivamente), que contava com o mecanismo conhecido como "*skin in the game*", por meio do qual a gestora do Fundo ("Gestora") se expõe junto aos demais investidores ao risco do investimento. Para garantir o "*skin in the game*", 10% das cotas ofertadas seriam subscritas por pessoa vinculada à Gestora ("Investidor da Gestora") por meio da oferta prioritária ("Oferta Prioritária"), sem a sujeição de cortes ou rateios, o que, em caso de excesso de demanda superior a um terço, poderia não atender à vedação prevista no artigo 55 da Instrução CVM 400.

Em uma primeira análise, a SRE entendeu que nem o Fundo e nem a Oferta contavam com mecanismos que sustentassem o "*skin in the game*" durante toda a duração do Fundo, tendo em vista que o Investidor da Gestora não estava obrigado, por nenhum mecanismo, a manter participação mínima no Fundo por período suficiente para caracterizar o alinhamento de interesses do "*skin in the game*". Com isso, a SRE solicitou que fossem aprimorados o regulamento do Fundo e/ou os mecanismos da Oferta de modo a impor ao Investidor da Gestora regras de manutenção de participação mínima, como o estabelecimento de *lock-up* às cotas do Investidor da Gestora por prazo superior aos 6 meses originalmente previstos.

Atendendo à exigência da SRE, o Fundo aprimorou o *lock-up* com uma mecânica gradativa de 4 anos da seguinte forma: (i) até o final do 1º ano a contar da data de divulgação do anúncio de encerramento da Oferta o Investidor da Gestora deveria manter a totalidade da participação subscrita no âmbito da Oferta Prioritária; (ii) até o final do 2º ano a contar da data de divulgação do anúncio de encerramento da Oferta o Investidor da Gestora deveria manter no mínimo 50% da participação subscrita no âmbito da Oferta Prioritária; (iii) até o final do 4º ano a contar da data de divulgação do anúncio de encerramento da Oferta o Investidor da Gestora deveria manter no mínimo 30% totalidade da participação subscrita no âmbito da Oferta Prioritária; e (iv) após o 4º ano a contar da divulgação do anúncio de encerramento da Oferta o Investidor da Gestora não estaria mais obrigado a manter nenhuma participação no Fundo.

A SRE, com isso, se manifestou favorável à concessão da dispensa pleiteada, entendendo que a Oferta contava com mecanismos suficientes para garantir o "*skin in the game*" e, com isso, reforçar o alinhamento de interesses entre a Gestora e os investidores do Fundo. A SRE também sugeriu ao Colegiado que fosse permitido à SRE replicar a análise para casos futuros, sem a necessidade de submissão ao Colegiado da CVM todos os casos com características similares.

O Colegiado da CVM se manifestou favorável à dispensa pleiteada pelo Fundo e à colocação de 10% das cotas ofertadas para o Investidor da Gestora em tranche prioritária. No entanto, sobre a sugestão da SRE de delegação de competência para os casos futuros com características similares, o Colegiado da CVM entendeu pertinente aguardar um histórico maior de casos para melhor delinear os parâmetros a serem utilizados no futuro.

A manifestação da área técnica pode ser encontrada [aqui](#).

CVM rejeita termo de compromisso em processos envolvendo irregularidades em emissões de debêntures.

Em 01 de abril de 2021, o Colegiado da CVM analisou proposta de termo de compromisso apresentada no âmbito do processo administrativo instaurado para investigar eventuais irregularidades práticas por determinada agência de classificação de risco (“Agência de Rating”) e outros participantes nas emissões de debêntures, nos moldes da Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada (“Instrução CVM 476”). Ao todo, a proposta apresentada pela Agência de Rating e sua administradora (“Proponentes”) buscava encerrar 11 processos perante a CVM.

Para fins de contexto, anteriormente, em 20 de julho de 2018, o Colegiado da CVM determinou a proibição temporária da companhia ofertante, bem como do coordenador líder, da Agência de Rating e do agente fiduciário contratados no âmbito de determinada oferta pública de distribuição de debêntures, realizada com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476, de atuar em novas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, realizadas nos termos da Instrução CVM 476, pelo prazo de 1 ano, sob pena de multa.

A proibição temporária foi determinada por meio da edição da Deliberação da CVM nº 796, de 20 de julho de 2018, que, em conjunto com os fatores que levaram à tal decisão, foi objeto de análise da 37ª edição do Radar Stocche Forbes - Bancário e Mercado de Capitais, que pode ser acessada [aqui](#).

Pela proposta de termo de compromisso, as Proponentes se comprometeram a assumir obrigação pecuniária individual no valor de R\$

30.000,00, em parcela única, o que resulta no montante de R\$ 60.000,00 para o encerramento dos 11 processos, e propuseram, ainda, o afastamento definitivo da Agência de Rating do mercado de valores mobiliários e da administradora de atividade de direção de agência de classificação de risco de crédito.

Após analisar os casos, o Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”) concluiu pela rejeição das propostas quanto a 5 dos processos, uma vez que as Proponentes haviam praticado condutas ao longo do tempo e em diversas situações ocasionando, em tese, prejuízos aos investidores que devem ser reparados, além de possivelmente se estar diante de um cenário de fraude, sem julgamento prévio da CVM sobre o tema. Ademais, o CTC pontuou o fato de que os Proponentes já haviam apresentado propostas de termo de compromisso no passado que foram rejeitadas pelo Colegiado da CVM, sendo oportuno, portanto, que os casos fossem levados a julgamento.

Quanto aos outros 6 processos, o CTC se posicionou pelo não conhecimento da proposta por perda de objeto, tendo em vista que estes, em sua maioria, estavam encerrados ou arquivados.

O Colegiado da CVM acompanhou a conclusão do CTC em sua integralidade.

O parecer do CTC que apresenta em detalhes a proposta e informações adicionais a respeito dos 11 processos envolvendo os Proponentes pode ser acessado [aqui](#).



Colegiado da CVM decide sobre caracterização de empresa patrocinadora no âmbito de pedido de registro de BDR Nível III.

O Colegiado da CVM, em reunião realizada em 13 de abril de 2021, se manifestou sobre consulta realizada pela SRE, no âmbito de pedido de registro de Programa Patrocinado de Certificados de Depósito de Valores Mobiliários Nível III (“BDRs”), acerca da exigência de que a companhia patrocinadora de programa de BDRs esteja sujeita à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM, conforme previsto no artigo 1º, IV, da Instrução da CVM nº 332, de 04 de abril de 2000, conforme alterada (“Instrução CVM 332”), mais notadamente, se tal exigência restaria cumprida quando a companhia patrocinadora dos BDRs estivesse sediada em Bermudas.

O entendimento da SRE seria de que a oferta no exterior, a ser realizada em Bermudas simultaneamente à oferta pública dos BDRs no Brasil, não seria apta a cumprir o requisito previsto no artigo 4º, § 1º, da Instrução CVM 332. Afinal, em sua percepção, o órgão regulador do mercado de capitais em Bermudas, a *Bermuda Monetary Authority* (“BMA”), não possui sob seu escopo de atuação a supervisão e fiscalização dos emissores de valores mobiliários lá sediados.

De acordo com a manifestação da SRE, os motivadores de tal conclusão decorrem de interação da Superintendência de Relações Internacionais (“SRI”) junto ao regulador de Bermudas para esclarecer o escopo da atuação deste último, mais especificamente, se a competência da BMA alcança, no âmbito de sua própria atuação, a fiscalização e inspeção das companhias abertas, conforme expressamente prevê a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada (“Lei 6.385/76”), ao tratar das competências da CVM.

Nesse sentido, a resposta da BMA à consulta realizada pelo SRI teria demonstrado que:

- i. não existe requerimento legal em Bermudas para que emissores de valores mobiliários locais devam estar sob a supervisão da BMA;
- ii. a BMA não tem autoridade legal para supervisionar e monitorar emissores de valores mobiliários locais;
- iii. a Bolsa de Valores das Bermudas é uma instituição autorreguladora sob supervisão da BMA e tem autoridade legal para adotar regras de conduta para seus membros, patrocinadores e emissores listados; e
- iv. a BMA supervisiona, regula e inspeciona instituições financeiras operando dentro de sua jurisdição.

Em seu voto, o Diretor Relator discordou da manifestação da SRE, em suma, por três fundamentos: (i) no caso concreto do pedido de registro, não foi assegurado o exercício do contraditório pelos requerentes, uma vez que a submissão da matéria ao colegiado ocorreu antes da ciência e eventual recurso dos Interessados contra o entendimento da área técnica; (ii) o Colegiado não teve acesso à resposta da BMA e a consulta ao regulador estrangeiro pode não ter sido formulada de modo preciso; e, no mérito, (iii) a BMA atende os requisitos previstos no artigo 1º, inciso IV, da Instrução CVM 332.

No que diz respeito ao último fundamento, que a BMA atende aos requisitos da Instrução CVM 332, o Diretor Relator esclareceu que para fins de atendimento da norma brasileira, é necessário tão somente que a entidade estrangeira reguladora atue na fiscalização e supervisão de forma apenas direta e exclusiva, sem qualquer tipo de atuação conjunta, delegação ou compartilhamento de

atribuições com entidades autorreguladoras ou de mercado - o que seria o caso da BMA.

Além disso, pontuou em seu voto que, atualmente, dos cinco BDRs Nível III registrados junto à CVM, quatro seriam de emissores estrangeiros com sede em Bermuda, não havendo fato novo ou alteração normativa que justificasse a alteração do entendimento consolidado por meio desses precedentes, devendo ser preservada a segurança jurídica e previsibilidade acerca da pacificada adequação do regulador estrangeiro em questão ao atual arcabouço regulamentar brasileiro.

CVM aceita acordo com gestora, administradora e diretores envolvendo potenciais irregularidades em fundos de investimento imobiliário.

Em reunião de 27 de abril de 2021, o Colegiado da CVM analisou proposta conjunta de termo de compromisso apresentada por determinada gestora de fundo imobiliário ("Gestora" e "Fundo", respectivamente), da administradora do Fundo ("Administradora") e de seus respectivos diretores previamente à lavratura de termo de acusação pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais ("SIN").

O processo teve origem na análise pela SIN de consulta realizada por investidor sobre o entendimento da CVM a respeito da distribuição de rendimentos, desde 2014, pelo Fundo, a uma taxa constante, tal como um título de renda fixa, a despeito de os empreendimentos imobiliários não produzirem geração de caixa suficiente para esses pagamentos.

Após análise, a SIN entendeu que havia indícios de que o Fundo estaria atuando de forma irregular, em dinâmica semelhante a de uma pirâmide financeira, com indicativo de fraude, tendo em vista, dentre outros: (i) a distribuição de rendimentos constantes e regulares aos cotistas, apesar de seu objetivo ser o desenvolvimento imobiliário, de modo que todos os riscos e incertezas decorrentes desse tipo de atividade não se refletiam nas distribuições ou na performance do Fundo; (ii) a atração de um número crescente de investidores, geralmente pessoas

Por unanimidade, o Colegiado da CVM, acompanhando o voto do Diretor Relator, decidiu manter o entendimento de que emissoras que estão unicamente sob a jurisdição de Bermuda podem vir a ter seus valores mobiliários lastreando programas de BDR, conforme posicionamento já adotado nos precedentes dos demais programas de BDR Nível III.

A decisão do Colegiado e o voto do Diretor Relator podem ser acessados [aqui](#) e [aqui](#).

naturais, em razão (a) da falsa impressão de segurança das operações do Fundo, e (b) das distribuições de resultados realizadas acima da média do mercado baseadas não em atos de gestão que rentabilizariam a carteira, mas com recursos ingressados por outros cotistas mediante o pagamento de taxa de ingresso; (iii) os retornos das atividades imobiliárias não compatíveis com os montantes distribuídos; (iv) a gestão irregular do Fundo pela Gestora, uma vez que o parágrafo segundo do artigo 29 da Instrução da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, conforme alterada ("Instrução CVM 472") atribui exclusivamente ao administrador, nesse caso a Administradora, a gestão de ativos imobiliários de fundo de investimento imobiliário; e (v) os investimentos em contratos de sociedade em conta de participação, o que não é permitido pelo artigo 45 da Instrução CVM 472.

Após suspensão temporária da negociação das cotas do Fundo e da assunção de determinadas obrigações com o objetivo de se readequar em relação às irregularidades apontadas, a Administradora, a Gestora e seus diretores apresentaram proposta de celebração de termo de compromisso.

Em deliberação ocorrida em 09 de fevereiro de 2021, após a negociação empreendida, o Comitê de

Termo de Compromisso aceitou a celebração de termo de compromisso mediante o pagamento de parcela única, junto à CVM, no valor de R\$ 1.505.000,00, sendo: (i) R\$ 517.500,00 para a Administradora; (ii) R\$ 450.000,00 para a Gestora; (iii) R\$ 287.500,00 para o diretor da

Administradora; e (iv) R\$ 250.000,00 para o diretor da Gestora.

O parecer do Comitê de Termo de Compromisso pode ser acessado [aqui](#).

CVM aceita acordo com sociedade envolvendo potencial oferta pública irregular.

Em reunião de 27 de abril de 2021, o Colegiado da CVM analisou proposta conjunta de Termo de Compromisso apresentada por determinada sociedade ("Sociedade"), na qualidade de ofertante, e o administrador da referida Sociedade, no âmbito de processo administrativo sancionador ("PAS") instaurado pela SRE.

A acusação teve origem em processo que analisou denúncias e questionamentos sobre potenciais irregularidades relacionadas à oferta pública de Contratos de Investimento Coletivo ("CIC") envolvendo determinado grupo ("Grupo"), sendo que o Grupo estaria, por meio do "Facebook", oferecendo oportunidade de investimento em quotas de sua sociedade em conta de participação ("SCP").

A SRE concluiu que a proposta de investimento nas cotas da SCP reunia todas as características de um valor mobiliário, conforme artigo 2º, IX, da Lei nº 6.385/76 e conforme a metodologia utilizada pela CVM como critério para caracterização de

determinados arranjos como contratos de investimento coletivo, na medida em que os anúncios e materiais relacionados ao negócio indicavam (i) a existência de um investimento; (ii) a formalização do investimento por meio de contrato; (iii) o caráter coletivo do investimento, realizado no modelo SCP e oferecido indistintamente, podendo ser adquirido por diversos investidores; (iv) o direito à remuneração para investidores; e (v) que a remuneração oferecida tinha origem em esforços de terceiros, ou seja, faturamento mensal de cada loja da franquia da SCP.

Em 23 de fevereiro de 2021, após negociação, o Comitê de Termo de Compromisso aceitou a celebração de termo de compromisso mediante o pagamento de parcela única, junto à CVM, no valor de R\$ 450.000,00, sendo R\$ 300.000,00 para a Sociedade e R\$ 150.000,00 para seu administrador.

O parecer do Comitê de Termo de Compromisso pode ser acessado [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

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