



RADAR STOCHE FORBES – MERCADO DE CAPITAIS

Julho 2022

Nova regulamentação

Colegiado da CVM julga caso de realização de oferta pública de valores mobiliários sem registro ou dispensa pela CVM

Em 03 de maio de 2022, o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) julgou processo administrativo sancionador instaurado para apurar a responsabilidade de determinada companhia (“Companhia”) e seu sócio administrador (“Sócio” e, em conjunto com a Companhia, “Acusados”) pela realização de oferta pública de distribuição de ações de emissão da Companhia, sem a obtenção de registro prévio ou da respectiva dispensa perante a CVM, em violação ao art. 19 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e ao art. 2º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Processo”).

O processo teve origem em denúncias apresentadas à CVM em 2019, fundamentadas em material publicitário supostamente utilizado pela Companhia para divulgação da oferta, alegando que a

Companhia teria publicado em seu website ofertas públicas de valores mobiliários sem a comprovação de registro, como plataforma de *crowdfunding*, conforme Instrução da CVM nº 588, de 13 de julho de 2017. Ainda, a Companhia se apresentava como “*venture builder*” e “*a Holding de Investimentos, composta por Investidores Anjo, que podem ser pessoas física ou jurídica*”.

A SRE, por sua vez, enviou ofício aos acusados, fazendo referência ao website da Companhia que, no entendimento da SRE, constituiria uma oferta pública irregular de investimento na Companhia. Os Acusados, então, negaram que estivessem realizando qualquer oferta pública de valores mobiliários, alegando que têm como principal objetivo “*apresentar ao mercado as startups do*

portfólio gerenciado pela empresa”. Além disso, os Acusados afirmaram que não houve qualquer ingresso efetivo de recursos em seu caixa ou a admissão de qualquer novo acionista.

A SRE propôs a responsabilização dos Acusados pela realização de oferta pública de valores mobiliários sem registro ou dispensa perante a CVM, considerando as informações disponíveis no website da Companhia, entendendo que, mesmo que não tenha ocorrido o ingresso efetivo de recursos no caixa da Companhia, teriam sido realizadas ofertas irregulares de investimentos em *startups* que se dariam por meio de uma sociedade anônima de capital fechado ou de ações de empresas de participação.

O diretor relator do Processo também concluiu pela existência de oferta irregular de ações de emissão da Companhia, em razão: (i) da utilização de material de publicidade que indica expressamente algumas das características da oferta, como o valor mobiliário ofertado, o investimento mínimo necessário e a destinação dos

recursos a serem captados; (ii) do conteúdo de sites mantidos pela Companhia, que abrangem e pressupõem a realização de oferta de ações, buscando a captação de recursos de público indeterminado, por meio de propagandas divulgadas na internet; e (iii) de entrevista realizada pelo Sócio, na qual foi afirmado que a Companhia tem por objetivo auxiliar investidores no aporte de recursos em *startups* por meio da aquisição de participação na própria Companhia.

Por fim, o Colegiado da CVM decidiu pela condenação da Companhia ao pagamento de multa de R\$ 255.000,00 e do Sócio ao pagamento de multa de R\$ 127.500,00, concluindo que a infração se consumou com a mera “oferta à venda ou subscrição” dos ativos, sendo indiferente, para a caracterização da infração em si, que tenha havido a subscrição efetiva dos valores mobiliários ofertados ou sua respectiva integralização.

O relatório do Processo pode ser acessado [aqui](#) e o voto do diretor relator pode ser acessado [aqui](#).

CVM rejeita acordo em caso que apura suposta prática de front running

Em 10 de maio de 2022, o colegiado da CVM analisou proposta de termo de compromisso apresentada para encerrar processo administrativo instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”) para apurar suposta prática de *front running*, por meio da realização de operações com contratos futuros de boi gordo por diretor da área de originação de companhia da área alimentícia (“Acusado” e “Companhia”, respectivamente), com suposta infração à Instrução da CVM

nº 08, de 08 de outubro de 1979, pela utilização de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários.

A denúncia foi inicialmente analisada pela BSM Supervisão de Mercados (“BSM”) que concluiu que existia uma coordenação na colocação de ordens pelo Acusado e determinado operador da mesa da Companhia para manipular o preço de contratos futuros de boi gordo e elevar o preço de compra ou venda em

negócios executados pelo Acusado para obtenção de melhores resultados nas operações de *day trade*.

O Acusado, por sua vez, esclareceu, em suma, que: (i) a elevada taxa de sucesso em suas operações seria decorrente da maneira disfuncional por meio da qual o mercado operou no período, com alta volatilidade; (ii) sua experiência no mercado em questão decorreria de sua atuação no setor agropecuário há quase duas décadas; e (iii) não teria histórico relevante de atuação neste mercado como pessoa natural, e teria passado a operar de maneira mais ativa no período em questão em razão do comportamento atípico desse mercado no período.

Posteriormente, o Acusado apresentou proposta de termo de compromisso, em que se obrigou, em síntese, a: (i) pagar à Companhia o montante de R\$ 1.033.279,50; (ii) pagar à CVM o montante correspondente a 50% da quantia acima referida, a título de reparação pelos danos difusos oriundos da conduta analisada; e (iii) abster-se de operar com derivativos em mercados organizados de valores mobiliários, seja de bolsa ou de balcão,

por um período de 5 anos. O Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”) entendeu que não haveria suporte fático ou jurídico que justificasse a existência de proposta indenizatória à Companhia, tendo em vista que o resultado obtido pelo Acusado não é correlacionado com o ganho ou perda de um investidor específico, mas sim com a negociação em posição de desigualdade em relação aos demais participantes do mercado.

Após negociações com o Acusado, o CTC deliberou pela rejeição da proposta apresentada, considerando, em especial, que o valor final oferecido não se adequa aos parâmetros atualmente utilizados pela CVM para o tratamento de casos da espécie e não atingiu o montante considerado pelo CTC como sendo suficiente para desestimular a prática de condutas assemelhadas.

Com isso, o Colegiado da CVM acompanhou o CTC e rejeitou a proposta de termo de compromisso apresentada pelo Acusado.

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

Colegiado da CVM rejeita proposta de Termo de Compromisso em caso que apura suposta irregularidade na emissão de Certificado de Recebíveis Imobiliários

Em 24 de maio de 2022, o Colegiado da CVM realizou análise de proposta de celebração de termo de compromisso em processo administrativo sancionador instaurado para apurar possíveis irregularidades cometidas por determinada corretora de valores mobiliários (“Corretora”) em oferta de distribuição com esforços restritos, nos termos da Instrução da CVM nº 476, de 16

de janeiro de 2009 (“Instrução CVM 476”), de certificados de recebíveis imobiliários (“CRI” e “Oferta”, respectivamente).

O Processo foi instaurado após solicitação da SRE à Corretora para que descrevesse e apresentasse as evidências dos procedimentos adotados para: (i)



assegurar que as informações prestadas pelos ofertantes fossem verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes; (ii) identificar e divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores; e (iii) informar à CVM o início da oferta pública distribuída com esforços restritos, nos termos do disposto no art. 7º-A da Instrução CVM 476, ou, ainda, esclarecer, se fosse o caso, o não atendimento ao que consta do artigo.

Em resposta à SRE, a Corretora apresentou: (i) o termo de securitização; (ii) o relatório de risco interno apresentado aos investidores; e (iii) planilhas, relatórios e pareceres jurídicos como evidências dos procedimentos adotados para assegurar a veracidade das informações prestadas pelos ofertantes. Adicionalmente, a Corretora informou, ainda, que não houve esforços de divulgação para os CRI, uma vez que estes já teriam sido emitidos para investidores específicos e, por tal motivo, não foi realizado comunicado de início da oferta na CVM.

A SRE, por sua vez, entendeu que: (i) o relatório de risco enviado evidenciava que a Corretora teria avaliado o risco de crédito e retorno da operação, sem avaliação mínima da compatibilidade financeira dos lastros imobiliários em relação ao CRI ou possíveis cenários de *default* da Oferta; (ii) os pareceres apresentados sobre a Oferta não tinham data de elaboração nem assinatura identificando os responsáveis pela elaboração, o que teria prejudicado a sua

validação. Assim no entendimento da SRE, diante da superficialidade e da falta de formalização dos documentos apresentados, entendeu que a Corretora não teria atendido o disposto no artigo 11, inciso I da Instrução CVM 476.

A Corretora e seu diretor responsável apresentaram proposta de celebração de termo de compromisso para que fossem pagos à CVM, a título de indenização, R\$ 200.000,00, bem como para que assumissem as obrigações de: (i) manter lista contendo as informações relacionadas aos investidores exigidas pela Instrução CVM 476; (ii) informar à CVM nos prazos estabelecidos pela regulamentação em vigor o início de o encerramento de qualquer oferta pública na qual a Corretora venha a figurar como instituição intermediária líder; (iii) realizar todas as diligências necessárias para que seja cumprido o dever de verificação das informações constantes de qualquer oferta pública na qual a Corretora venha a figurar como instituição intermediária líder.

A Procuradoria Federal Especializada, junto à CVM, chegou à conclusão de não haver impedimentos legais para a consecução do acordo, entretanto, o CTC recusou a proposta apresentada por entender que o valor estipulado não foi suficientemente representativo para desestimular práticas análogas.

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

CVM moderniza regras sobre mercados organizados e melhor execução de ordens de clientes

Em 10 de junho de 2022, a CVM editou as resoluções CVM nº s 133, 134 e 135

("Resoluções"), buscando adaptar a regulamentação a um eventual ambiente

de concorrência nesse mercado.

A edição da Resolução CVM nº 133 foi fruto de mais uma etapa do trabalho de revisão e consolidação de atos normativos pela autarquia, tendo como objeto a revogação da Instrução CVM nº 384, de 17 de março de 2003. A norma dispõe sobre a atividade de formador de mercado para valores mobiliários em mercado organizado. Tendo em vista que as atualizações realizadas por meio das Resoluções CVM nº 133 não implicaram mudança do mérito das obrigações impostas pelas normas anteriores, não foi necessária a submissão prévia do conjunto de alterações à audiência pública.

As Resoluções CVM nºs 135 e 134 decorrem da Audiência Pública SDM 9/2019. As principais alterações promovidas pelas resoluções envolveram:

- i. a Resolução CVM nº 134 altera a Resolução da CVM nº 35, de 26 de maio de 2021. Ela dispõe sobre o regime de execução de ordens em mercados organizados, estabelecendo que o intermediário deve adotar medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente. O modelo adotado pela CVM se manteve semelhante ao europeu, ou seja, o dever de melhor execução é de responsabilidade dos intermediários, cabendo também a

eles a definição do mercado em que a ordem vai ser executada. Por fim, no geral, as ordens provenientes de investidores não qualificados têm como fator principal o custo final da operação, a não ser que haja disposição diversa indicada pelo próprio cliente; e

- ii. a Resolução CVM nº 135 introduziu novidades sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários, além de regras e procedimentos aplicáveis à constituição, organização e funcionamento de entidades administradoras de mercado organizado.

Ademais, a autarquia passou a permitir a constituição de segmentos específicos para a realização de operações com grandes lotes a serem realizadas nos mercados de bolsa e de balcão, desde que tais operações sejam realizadas, exclusivamente, em ambientes que contem com sistemas de negociação que privilegiam a adequada formação de preços.

A Resolução CVM nº 133 entrou em vigor no dia 1º de julho de 2022. A Resolução CVM nº 134 entra em vigor em 2 de julho de 2023, e a Resolução CVM nº 135 em 1º de setembro de 2022.

As Resoluções podem ser acessadas nos respectivos links a seguir: [133](#), [134](#) e [135](#).

CVM orienta sobre interpretação de norma que disciplina o funcionamento dos fundos de índice (ETFs)

Em 20 de junho de 2022, a Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (“SIN”) da CVM divulgou o Ofício Circular CVM/SIN/Nº

6/2022, que teve por objetivo esclarecer a interpretação do artigo 14, II, da Instrução da CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002, conforme alterada (“Instrução

CVM 359”), o qual veda a contratação ou efetuação de empréstimos por parte do administrador de Fundos de Investimento em Índice de Mercado (“ETFs”), ressalvado o disposto nos artigos 12 e 60 da referida instrução¹.

No Ofício Circular CVM/SIN/Nº 6/2022, a SIN enfatizou que a vedação disposta no artigo 14, II da Instrução CVM 359 visa a garantir que os ETFs repliquem de forma mais precisa as variações e rentabilidade do índice de referência, sem que haja uma posição direcional oposta à da carteira do fundo.

Dessa forma, a área técnica esclareceu

que não são vedados os empréstimos de ativos realizados pelos ETFs, como tomadores, que tenham por finalidade exclusivamente evitar falhas de entrega de ativos perante câmaras de liquidação e compensação mantidas por mercados de valores mobiliários regulamentados pela CVM.

Por fim, a área técnica recomendou que as evidências justificadoras da necessidade da operação de empréstimo sejam arquivadas e mantidas à disposição da fiscalização da CVM.

O Ofício Circular CVM/SIN/Nº 6/2022 pode ser acessado [aqui](#).

CVM orienta nova dinâmica de envio das informações para companhias securitizadoras

Em 20 de junho de 2022, a Superintendência de Supervisão de Securitização da CVM (“SSE”) publicou o Ofício-Circular nº 1/2022-CVM/SSE com o objetivo de orientar as companhias securitizadoras sobre o novo sistema para envio de informações e migração cadastral para categorias S1 e S2, nos termos da resolução CVM nº 60, de 23 de dezembro de 2021 (“Resolução CVM nº 60”).

A área técnica informou que, a partir de 1º de julho de 2022, o envio de informações periódicas e eventuais referentes à companhia securitizadora e às suas emissões não submetidas ao patrimônio separado deve ser realizado através do sistema Fundos.NET. Adicionalmente, as companhias securitizadoras que

houverem mantido seu registro de companhia aberta categoria A ou B devem manter o envio de documentos referentes pelo sistema Empresas.NET.

O Ofício-Circular nº 1/2022-CVM/SSE dispõe também que as companhias securitizadoras que não houverem se manifestado dentro do prazo para a demonstração de interesse para migração cadastral para categoria S1 ou S2, nos termos da Resolução CVM nº 60, serão automaticamente transferidas para a categoria S2, mantendo o registro de emissor conforme resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022 (“Resolução CVM nº 80”). Ressalta-se, porém, que a manutenção do registro da Resolução CVM nº 80 sujeita a companhia ao recolhimento de duas taxas de

¹O artigo 12 se refere aos empréstimos gratuitos dos valores mobiliários que compõem a carteira do fundo aos cotistas dos fundos para exercício, diretamente por eles, do direito de voto em assembleia. O artigo 60, por sua vez, autoriza o fundo a realizar operações de empréstimo dos valores mobiliários que compõem sua carteira, na forma regulada pela CVM e conforme o limite e as condições estabelecidas no regulamento.

fiscalização previstas na Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, quais sejam: (i) como companhia aberta e (ii) como companhia securitizadora.

O Ofício-Circular nº 1/2022-CVM/SSE pode ser acessado [aqui](#).

CVM promove alteração nas regras do *crowdfunding* de investimento

Em 28 de junho de 2022, a CVM editou a resolução CVM nº 158 (“Resolução CVM nº 158”), promovendo alterações pontuais na resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022, conforme alterada (“Resolução CVM nº 88”), que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo (“Crowdfunding”).

A norma altera o artigo 16 da Resolução CVM nº 88, que passa a prever expressamente que a sociedade empresária de pequeno porte pode optar por limitar os potenciais compradores das transações subsequentes de forma a permitir que apenas investidores atuais da sociedade empresária de pequeno porte possam adquirir os valores mobiliários.

Além disso, de forma a conceder um prazo maior para adaptação das

plataformas, alterou-se o artigo 53 da Resolução CVM nº 88, que passa a prever que a obrigação de instituir controle de titularidade e de participação societária ou escrituração, conforme o caso, nos termos do artigo 3º, V, somente será exigível na hipótese de valores mobiliários objeto de ofertas públicas iniciadas após 90 dias contados da entrada em vigor da Resolução CVM 88.

A Resolução CVM 158 entrou em vigor no dia de sua edição, em caráter de urgência, para que as mudanças fossem incorporadas à norma antes do início de sua vigência, que ocorreu em 1º de julho de 2022.

Acesse o texto consolidado da Resolução CVM nº 88, após a edição da Resolução CVM nº 158 [aqui](#).

Julgado da CVM

Colegiado da CVM multa em mais de R\$ 2 milhões acusado de praticar *layering* e *spoofing* no mercado de capitais

Em 21 de junho de 2022, o colegiado da CVM julgou processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade de determinada pessoa

física (“Infrator”) por manipulação de preços de diversos ativos no período entre e 15 de fevereiro de 2016 e 31 de outubro de 2017, através de (i) inserção de ofertas artificiais de compra e venda de ações que formavam camadas de ofertas, sem o propósito de fechar



negócio (“layering”); e (ii) inserção de ordens artificiais de compra ou de venda com lotes expressivos de ações, sem o propósito de fechar negócio (“spoofing”), o que configuraria infrações à alínea “b” do inciso II da Instrução da CVM nº 8, de 08 de outubro de 1979, vigente à época dos fatos (“Instrução CVM nº 8”).

O processo teve origem em 2016, quando a BSM identificou 3.795 operações realizadas pelo Infrator no segmento Bovespa por intermédio de certas corretoras, em que supostamente foi utilizada a estratégia de layering e spoofing. O Infrator, mesmo após sofrer questionamento da BSM, que já havia considerado as operações atípicas, continuou a realizar negócios com tais estratégias. Nesse sentido, ao final da investigação, constatou-se que o Infrator realizou um total de 7.670 operações, em 3 intermediadoras diferentes e auferindo um benefício de R\$ 1.092.826,49.

A área técnica entendeu que a comprovação da materialidade do ilícito passa pela demonstração de que as estratégias descritas pela Acusação (*layering* e *spoofing*) configuram manipulação de preços. Para tanto, os fatos narrados deveriam preencher 4 (quatro) requisitos para a tipificação do ilícito no caso concreto, a saber: (i) a utilização de um artifício, mediante inserção de ofertas artificiais nos livros; (ii) a promoção de cotações artificiais através de criação de camadas artificiais que exercem pressão compradora ou vendedora; (iii) a indução de terceiros a negociar os ativos cujas cotações foram afetadas, com base em ordens artificiais colocadas nos livros de ofertas; e (iv) a conduta dolosa de causar a simulação de pressão compradora ou vendedora em ativos para viabilizar o negócio pretendido com preço distinto daquele

originalmente existente no mercado.

Ao ser questionado por meio do Ofício nº 8/2018/GMA-1/SMI/CVM, o Infrator apontou que tenta “*sempre ficar nos melhores preços dos ativos, e acabo brigando para melhor preço, mas os robôs sempre modifica [sic] os preços, onde é mais rápido eu colocar uma oferta nova do que alterá-la para não perder o mercado, ocasionando várias ofertas no book, onde chega em um preço que não é mais negociável a mim e acabo cancelando as ofertas no book*”.

No entanto, a despeito dessa defesa, a Acusação logrou êxito em demonstrar que o Infrator inseria milhares de ofertas de compra ou venda em pouquíssimos segundos, de forma reiterada e sistemática, mesmo sem ter ofertas de compra e venda por outros participantes cobrindo suas ordens, cancelando suas ordenas assim que realizado outro negócio em sentido contrário pelo preço “artificial” que ele mesmo havia criado. O Infrator, portanto, possuía clara intenção de criar situação artificial no livro de ofertas e executar negócio do outro lado do livro em preço distinto do qual o mercado estava negociando inicialmente os ativos.

Em outras palavras, a conduta do Infrator se caracteriza como manipulação de preços, uma vez que empregou um mecanismo para “*eleva, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda*”, conforme redação adotada pela alínea “b”, inciso II da Instrução CVM nº 8, para definir o ilícito de manipulação de preços.

Após analisar o caso, o Colegiado da CVM acompanhou o voto do Diretor Relator Otto Lobo e decidiu, por unanimidade,

pela condenação do Infrator à multa pecuniária de R\$ 2.943.283,24 equivalente a uma vez e meia o valor da vantagem econômica obtida (correspondente a R\$ 1.092.826,49), pelo descumprimento ao item I c/c item II, “b”, da Instrução CVM nº 8, atualizado pelo IPCA desde a data da última operação irregular em cada um dos períodos elencados pela Acusação até 21 de junho de 2022. Vale ressaltar que o Diretor Relator entendeu que deveriam ser consideradas como circunstâncias atenuantes para a fixação da pena (i) os bons antecedentes do Infrator e (ii) o fato

de que os atos questionados pela Acusação são anteriores a qualquer manifestação, pelo Colegiado da CVM, acerca da prática de *layering* e *spoofing*.

Por fim, por entender que os fatos narrados apresentam indícios de crimes de ação penal público, o Diretor Relator propôs a comunicação do resultado do julgamento ao Ministério Público Federal do Estado de São Paulo.

O voto do Diretor Relator pode ser acessado [aqui](#).

Outras Notícias

ANBIMA disponibiliza guia para padronização dos documentos de títulos renda fixa

Em 10 de maio de 2022, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”) disponibilizou um Guia para Padronização dos Documentos dos Títulos de Renda Fixa (“[Guia](#)”), no qual foram contemplados certificados de recebíveis imobiliários (“[CRI](#)”), certificados de recebíveis do agronegócio (“[CRA](#)”), debêntures e notas comerciais.

O Guia visa a aperfeiçoar a emissão de títulos de renda fixa no Brasil, propondo uma ordenação de cláusulas e uma metodologia de precificação específica para cada classe de ativo, com destaque para a padronização do termo de securitização de CRI e de CRA com lastro único, sobre o qual o Guia indica informações mínimas que o documento deve ter e propõe metodologias de cálculo que variam de acordo com o indexador ao qual o certificado é atrelado.

O Guia é uma recomendação e referência para as instituições, não sendo, portanto, de utilização obrigatória pelas instituições sujeitas à autorregulação da ANBIMA. O seu uso, no entanto, é recomendado com o propósito de fomentar melhores práticas de mercado e com a consolidação de um ambiente padronizado e consistente, facilitando a comparação de diferentes ativos pelos potenciais investidores.

O Guia pode ser acessado [aqui](#).

Contatos para eventuais esclarecimentos:

FREDERICO MOURA

E-mail: fmoura@stoccheforbes.com.br

MARCOS CANECCHIO RIBEIRO

E-mail: mribeiro@stoccheforbes.com.br

HENRIQUE BONJARDIM FILIZZOLA

E-mail: hfilizzola@stoccheforbes.com.br

The logo features a stylized mountain range composed of three overlapping triangles in shades of red and dark red. Below this graphic, the text 'STOCHE FORBES' is displayed in white, bold, uppercase letters within a red rectangular box.

STOCHE FORBES

ADVOGADOS

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