

Rio de Janeiro, 08 de julho de 2021

À

Comissão de Valores Mobiliários

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger

E-mail: audpublicaSDM0221@cvm.gov.br

CHEDIAK
LOPES DA COSTA
CRISTOFARO
SIMÕES

CHEDIAK ADVOGADOS

Rua Visconde de Pirajá 351
Edf. Fórum de Ipanema
13º andar – Ipanema – Rio de Janeiro – RJ
22410-003 – Brasil
T 55 21 3543.6100 / 3073.7600

Rua Gomes de Carvalho 1510
19º andar – Vila Olímpia – São Paulo – SP
04547-005 – Brasil
T 55 11 4097.2001

clcmra.com.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21

I. Introdução

O escritório **Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados** (“**Chediak Advogados**”), em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21, de 10 de março de 2021 (“**Edital**”), submete à Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**” ou “**Autarquia**”) seus comentários às minutas de resoluções que propõem revogar, entre outras, as Instruções CVM nº 400, de 09 de janeiro de 2004 (“**ICVM 400**”)¹, e 476, de 19 de janeiro de 2009 (“**ICVM 476**”)².

Conforme consta no Edital, a CVM submeteu à avaliação dos participantes do mercado a minuta que dispõe acerca do registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (“**Minuta A**”), bem como a minuta que trata do registro de intermediários de ofertas públicas (“**Minuta B**” e, em conjunto com a Minuta A, “**Minutas**”).

Chediak Advogados reconhece a relevância dos aperfeiçoamentos propostos e congratula a CVM pela iniciativa de modernizar e consolidar o arcabouço regulatório das ofertas públicas. No momento em que cada vez mais sociedades se direcionam ao mercado de capitais para o financiamento da atividade produtiva, enquanto os investidores buscam diversificação de portfólio, a discussão do tema das ofertas públicas pela CVM é tão necessária quanto oportuna.

¹ Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13/80 e a Instrução CVM nº 88/88.

² Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

Como sustentou o Diretor da CVM, Alexandre Costa Rangel, em sua sabatina no Senado Federal em 20 de outubro de 2020, a promoção de uma agenda de democratização e desburocratização do mercado, tal qual a revisão das normas de ofertas públicas de valores mobiliários, representam “*uma preciosa oportunidade para democratizar ainda mais o mercado de capitais tanto para investidores quanto para emissores*”³.

Assim, entendemos oportuno apresentar a presente manifestação, ressaltando os aspectos que, a nosso ver, podem ser discutidos e aprimorados nas Minutas. Sem prejuízo aos avanços, ajustes pontuais podem tornar as Minutas ainda mais preparadas aos desafios a que se propõe a CVM em momento tão singular da sua história.

Em suma, estes serão os pontos que abordaremos a seguir:

- (i) Conceito renovado de oferta pública, sendo sugerido que a CVM reavalie a definição, em especial quanto a sua amplitude, tal como estabelecido pelo art. 3º da Minuta A;
- (ii) Restrições ao investidor qualificado, cabendo à CVM mensurar as limitações a tal investidor em vista da assimetria em relação ao investidor profissional;
- (iii) Flexibilização das obrigações dos intermediários em ofertas destinadas a investidores profissionais, respondendo à solicitação da CVM, que espera receber comentários sobre essa solução;
- (iv) Facilitação do ingresso de pequenas e médias empresas no mercado de capitais, reavaliando as limitações que ainda obstam o acesso ampliado dessas empresas de porte reduzido;
- (v) Novas regras de *blackout period*, em reação ao pedido da CVM sobre a manutenção da flexibilização recentemente implementada pela Deliberação CVM nº 809/2019, julgando que essa deve permanecer, embora sem a obrigatoriedade relacionado à disponibilização dos *flash numbers*; e

³ Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ecidadania/visualizacaoaudiencia?id=19371>, a partir de 3h54min07s. Quanto ao posicionamento do Diretor, veja-se artigo de Guilherme Pimenta, intitulado “*Alexandre Rangel defende atuação da CVM para democratizar acesso ao mercado*”. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/alexandre-rangel-defende-atuacao-da-cvm-para-democratizar-acesso-ao-mercado-20102020>.

- (vi) Registro de intermediários, sobre o qual compartilhamos do receio da CVM quanto aos possíveis custos, na contramão dos objetivos da reforma, incitando a CVM que tenha isso em vista ao optar pela obrigatoriedade de tal registro.

II. Conceito de Oferta Pública

A Minuta A, que trata do registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, estabelece um conceito renovado de oferta pública da seguinte maneira:

Art. 3º Configura oferta pública o ato de comunicação oriundo do ofertante ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, por qualquer meio ou forma, cujo conteúdo ou contexto envolva a tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.

Sabe-se que o conceito de ofertas públicas tem natureza, acima de tudo, instrumental, servindo para demarcar o campo de atuação estatal no mercado de capitais. As emissões distribuídas publicamente são submetidas ao registro perante a CVM, enquanto as emissões privadas, que independem de captação pública, não atraem a competência da Autarquia.

Uma definição de oferta pública muito genérica, conseqüentemente, corre o risco de estender o escopo da atuação e competência da CVM. Sobre este ponto, vale destacar a recente Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), que estabelece o dever da administração pública e demais entidades vinculadas evitarem o abuso do poder regulatório, em consonância ao princípio de que a intervenção do Estado na economia deve ter caráter subsidiário e excepcional.

À vista do art. 3º da Minuta, o conceito de oferta pública numa textura tão aberta, isto é, “como ato de comunicação (...), por qualquer meio ou forma, cujo conteúdo ou contexto envolva a tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários”, ameaça a autonomia do particular e gera insegurança com relação à sua abrangência.

À título de comparação, citamos a Lei nº 6.385/1967, que pela primeira vez conceituou a oferta pública, tratou o assunto em seu art. 19:

§ 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os praticarem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

Ao passo que a Instrução CVM nº 13/1980⁴ não se prestou a conceituar a matéria, a ICVM 400 a tratou de maneira semelhante à Lei nº 6.385/1967:

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários (..)

Ao contrário das disposições acima, que versam sobre a “venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários”, a Minuta A se refere a “atos de comunicação”, os quais são definidos pelo art. 10 da mesma Minuta:

Art. 10. Qualquer comunicação escrita, oral, ou audiovisual, realizada pelo ofertante, por instituição intermediária agindo em nome do ofertante, ou por pessoas contratadas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, que desperte o interesse na subscrição ou na aquisição de valores mobiliários, pode ser entendida como ato que dá publicidade à oferta, que, nesse caso, será configurada como pública nos termos do art. 3o, mesmo quando a comunicação não tiver sido divulgada na forma de material publicitário nem contenha menção específica a uma oferta.

Muito embora o §1º do art. 3º da Minuta A aborde a presença de meios objetivos que caracterizam uma oferta como pública⁵, de maneira similar à Lei nº 6.385/1976 (art. 19,

⁴ Dispõe sobre aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública, de que tratam os arts. 82 e 170 da Lei nº 6404 de dezembro de 1976.

⁵ Conforme o §1º do art. 3º da Minuta A do Edital: “§ 1o Sem prejuízo de outros atos que se enquadrem no caput, são exemplos que caracterizam uma oferta como pública: I – a utilização de documento de aceitação da oferta; II – a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral; III

§3º) e à ICVM 400 (art. 3º, §1º), o enunciado afirma que tal caracterização é oferecida “*sem prejuízo de outros atos que se enquadrem no caput*”.

A nova opção do regulador vai na contramão da evolução verificada na ICVM 476, em que a caracterização de determinada oferta como pública passou a levar em conta fatores relacionados ao indivíduo ofertado, em especial o grau de relação desse com o mercado. Na minuta ora em análise, tais caracteres subjetivos do investidor servem apenas para distinguir o tipo de registro a que a oferta será submetida, mas não para diferenciá-la entre pública ou privada.

Um conceito de oferta pública muito amplo pode limitar a evolução natural do mercado à medida em que agentes privados tornam-se receosos de que mesmo ofertas de baixo potencial de dano ao mercado estejam sujeitas ao registro na visão do regulador.

No próprio Edital em questão, a CVM demonstrou preocupação quanto ao fato de participantes do mercado estarem requerendo o registro de oferta pública para distribuição de valores mobiliários que seriam meras colocações privadas, razão pela qual não precisariam do registro. Sobre este tema, o então diretor Pablo Renteria destacou no passado: “*A proliferação de ofertas privadas realizadas sob a roupagem de ofertas públicas vem atraindo para a competência da CVM operações que, a rigor, deveriam estar fora da sua alçada. Tal fenômeno, segundo informa, vem sobrecarregando as atividades de supervisão desenvolvidas pela área técnica*”⁶.

Foi em função disso que o art. 8º da Minuta A se preocupou em aumentar as hipóteses fáticas de *safe harbor*, em comparação às anteriormente dispostas no art. 5º da ICVM 400, fornecendo segurança jurídica às ofertas cujas características não demandam a mesma proteção endereçada às ofertas que miram o público em geral. Por mais que a definição do *caput* não impeça a fixação das hipóteses de *safe harbour*, sabemos que um sistema com

– a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada por meio de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias; IV – a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados, ressalvada a hipótese prevista no art. 6º; e V – a negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados”.

⁶ Processo Administrativo CVM nº 19957.003689/2017-18, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 30/10/2018.

hipóteses exaustivas é impossível, então não se deve simplesmente enumerar os casos de *safe harbour* e oferecer às demais o caminho do registro.

Tal conceito entra em contradição com os próprios objetivos da CVM mediante a reforma do sistema de ofertas públicas de valores mobiliários. Em outros dispositivos da Minuta A, concordamos com a expansão dos agentes (ofertantes, intermediários e assessores) que podem realizar consultas de viabilidade ou interesse (“*pilot fishing*”) sem que represente realização de oferta pública de modo irregular pela ausência de registro na CVM (art. 6º); a possibilidade de análise reservada dos pedidos de registro, originalmente adotadas de forma experimental na Deliberação CVM nº 809/2019; a flexibilização das vedações, presentes na ICVM 476 quanto à publicidade nas ofertas destinadas a investidores profissionais; e a participação de pessoas vinculadas em processos de *bookbuilding*, mesmo em cenário de excesso de demanda, desde que adotadas salvaguardas para limitar o risco de favorecimento (art. 55, §2º). Muito embora essas novidades levem a cabo os propósitos da CVM de revitalização do mercado de capitais, o mesmo não se pode dizer do conceito de ofertas públicas do art. 3º da Minuta A.

III. Restrições ao Investidor Qualificado

O bojo dessa manifestação envolve comentários sobre as mudanças efetivamente realizadas pela CVM, porém julgamos oportuno comentar um ponto: a desproporção nas restrições destinadas aos investidores qualificados em relação aos profissionais vis-à-vis o esforço de redução dos custos financeiros e regulatórios para ofertas destinadas a determinado público.

a) A flexibilização para negociação secundária de ofertas realizadas com registro automático destinadas a investidores profissionais vis-à-vis a obrigatoriedade de prospecto para as ofertas destinadas ao investidor qualificado

De acordo ao art. 9º da Minuta A, tão somente as ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais estão dispensadas da divulgação do prospecto, e essas só estariam disponíveis para a negociação entre investidores qualificados após 6 (seis) meses caso apresentado o referido prospecto. É necessário avaliar se a exigência do prospecto e de outros documentos para a ampliação da negociação secundária dos valores mobiliários a outras categorias de investidores não acaba por inviabilizar, no plano prático, a própria

proposta de flexibilização em si. Se, por um lado, a CVM propõe reduzir os custos de uma oferta destinada exclusivamente a investidores profissionais, dispensando a necessidade de prospecto e outros documentos; por outro, o requisito do prospecto e outros documentos adicionais anula a dispensa inicial e restringe liquidez no mercado após a oferta inicial.

À CVM, caberia buscar uma harmonização entre as diferentes premissas aplicadas ao investidor profissional e ao qualificado, sobretudo pela capacidade desse último em avaliar as condições e os riscos inerentes ao título ofertado, em sintonia com as ambições da reforma.

b) Ofertas públicas de emissores não registrados na CVM limitadas aos investidores profissionais

O procedimento de registro na CVM visa garantir que as informações sobre as atividades e a situação econômico-financeira do emissor sejam disponibilizadas aos investidores, tanto garantindo a transparência, quanto diminuindo a assimetria informacional entre os agentes captadores de recursos e os receptores. Sem embargo, como mencionado acima, tratando-se da relação entre os ofertantes e os investidores qualificados, a necessidade de proteção em razão da assimetria informacional é reduzida, de maneira que não se justifica os investidores qualificados estarem sujeitos à mesma vedação aplicada aos investidores de varejo quanto a aquisição de valores mobiliários de emissores não registrados na CVM (art. 25 da Minuta A), além da vedação permanente à negociação desses valores mobiliários no mercado secundário entre os investidores qualificados (art. 82, V).

IV. Flexibilização das Obrigações dos Intermediários

A CVM solicitou comentários sobre a possibilidade de afastamento dos deveres das instituições intermediárias a respeito da suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade dos documentos e demais informações fornecidas ao mercado durante a oferta pública de distribuição, tal como estabelecido no art. 24 da Minuta A, desde que destinadas exclusivamente a investidores profissionais. O intermediário não responderia pela falta de diligência ou omissão quanto às informações prestadas pelo ofertante, gerando a redução dos custos dos serviços oferecidos aos ofertantes pelos intermediários.

A ICVM 400 e a ICVM 476, muito embora direcionadas a públicos-alvo distintos, contam com as mesmas as obrigações relativas aos intermediários, o que já foi alvo de críticas de participantes do mercado que entendem que tal equivalência como geradora de custos excessivos para as ofertas destinadas a investidores profissionais, dado que esses investidores teriam condições, por si só, de avaliarem os riscos envolvidos na aquisição dos respectivos valores mobiliários.

No âmbito de uma reforma cujo objetivo central é a redução de custos regulatórios, sob a égide da Lei da Liberdade Econômica, o desejo da CVM de flexibilizar os deveres dos intermediários está sintonizado aos objetivos da Audiência Pública. O grau de *know-how* e ambiência dos investidores profissionais do país torna viável essa flexibilização, cabendo à CVM confiar-lhes ciência da política de execução de ordens mais adequada aos seus perfis.

Chediak Advogados não diverge do requisito de assinatura de declaração de ciência, específica a respeito desse ponto, pelos agentes que contratarem intermediário em tais condições, conforme a CVM propôs. Entretanto, incentivamos a reflexão desta Autarquia com relação à proposta de que os valores mobiliários objeto de tais ofertas sejam restritos a negociação com investidores profissionais em caráter definitivo. Tal proposta é capaz de subtrair a liquidez do valor mobiliário e, no limite, restringir o potencial dos participantes de aproveitarem os custos reduzidos pela diminuição dos deveres dos intermediários.

Sugerimos que a CVM avalie a previsão de um prazo limite para tal restrição, de modo que, após determinado período, qualquer investidor possa adquirir e negociar o valor mobiliário. Não nos parece razoável ou até mesmo eficiente que uma parte dos valores mobiliários de um emissor possa ser negociada por toda gama de investidores e outra parte não, sem prejuízo de reconhecermos a importância de haver certa restrição, ainda que temporal, de forma que os investidores, em principal os de varejo, contem com um maior resguardo com relação a tais valores mobiliários.

V. Ingresso de Pequenas e Médias Empresas no Mercado de Capitais

A criação de regimes especiais e menos onerosos, pautados nas características da companhia ofertante, está relacionado ao fomento do mercado de capitais como meio de

financiamento da atividade produtiva de sociedades que, de outro modo, estariam excluídas do mercado de capitais em virtude dos custos de participação.

Sobre os estímulos à participação de empresas de pequeno e médio porte, a Audiência Pública CVM nº 01/14, que reformou a ICVM 476, afirmou: *“Nesse primeiro estágio de inclusão de ações na lista de ativos da Instrução CVM nº 476, de 2009, as propostas da Minuta abrangem, todavia, apenas o grupo de companhias registradas na CVM na categoria A, independentemente do seu porte. A CVM avaliará oportunamente a conveniência da inclusão de regras diferenciadas para ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários emitidos por empresas de pequeno e médio porte”*⁷.

Após a Audiência Pública CVM nº 01/14, a CVM editou a Instrução CVM nº 588/2017 (*“ICVM 588”*)⁸ que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo (*crowdfunding*). Nessa instrução, contudo, o valor alvo máximo de captação está limitado a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais)⁹. Mais recentemente, através da Audiência Pública SDM nº 02/20, a CVM propôs a alteração da ICVM 588 de modo ampliar o referido limite para R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

A despeito de julgar louvável a iniciativa da Autarquia em debater a expansão do acesso do mercado de capitais pelas pequenas empresas, mesmo o limite ampliado é incapaz de suprir a *“lacuna hoje existente entre o limite máximo de captação estipulado para o **crowdfunding de investimento** e o valor médio das ofertas públicas tradicionais”*¹⁰, como a própria CVM reconheceu no Edital que ora analisamos. No caso de *startups*, por exemplo, cujas etapas de captação de recursos são denominadas “rodadas de investimento”, a primeira rodada denominada de “capital semente” gira em torno de valores que, em regra, estão dentro dos limites previstos na regulação. Já a rodada seguinte geralmente levanta valores que

⁷ Conforme se observa a página 1 do Edital da Audiência Pública CVM nº 01/14.

⁸ 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, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013.

⁹ *“Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedade empresária de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos: I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias, que devem ser definidos antes do início da oferta”*.

¹⁰ Conforme se observa da página 24 do presente Edital.

ultrapassam os limites de captação da ICVM 588, de maneira que tais limites são insuficientes até mesmo para que as *startups* completem estágios iniciais do seu desenvolvimento.

Ainda que a adição de novas regras e condições arrisque adicionar complexidade à norma, Chediak Advogados julga que a facilitação dos meios para o ingresso de emissores de pequeno e médio porte, que vislumbrem a captação de recursos “*entre o limite máximo de captação estipulado para o **crowdfunding de investimento** e o valor médio das ofertas públicas tradicionais*”, é de suma importância para que o mercado de capitais brasileiro supere uma *ratio* voltada às grandes companhias.

Em dissertação denominada “*Obstáculos ao Financiamento de Pequenas e Médias Empresas Por Meio do Mercado de Ações no Brasil*”¹¹, Gabriela Andrade Góes identificou que as barreiras que afastam as pequenas e médias empresas estão relacionadas a vários motivos, dentre os quais receio de perda de controle da sociedade, a desconfiança na entrada de novos sócios, a preocupação de divulgação de informações, a resistência à implementação de práticas de gestão profissionalizada. Contudo, o principal obstáculo ainda seriam os custos de abertura de capital e de manutenção de uma companhia aberta, ambos muito altos para empresas de menor porte. Vale destacar, ainda, que a Minuta A prevê a aplicação da taxa de fiscalização para as ofertas (art. 27, I, a; art. 29, I), inclusive as de registro automático que estavam desobrigadas do encargo sob a égide da ICVM 476.

Já após o lançamento do Edital, o Congresso aprovou a Lei Complementar nº 182/2021, mais conhecida como o Marco Legal das Startups, que alterou¹² a Lei nº 6.404/1976 ao adicionar a previsão de que “*a Comissão de Valores Mobiliários regulamentará as condições facilitadas para o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais*” (art. 294-A), frisando ainda o seguinte:

Art. 294-B. Para fins do disposto nesta Lei, considera-se companhia de menor porte aquela que aufera receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais).

¹¹ GOES, Gabriela Andrade. *Obstáculos ao Financiamento de Pequenas e Médias Empresas Por Meio do Mercado de Ações no Brasil*. Dissertação (mestrado). Escola de Direito da Função Getúlio Vargas. 2018.

¹² Destacamos que referida lei entrará em vigor somente setembro, conforme estipula seu art. 19.

§ 1º A regulamentação editada não prejudica o estabelecimento de procedimentos simplificados aplicáveis às companhias de menor porte, pela Comissão de Valores Mobiliários, com base nas competências previstas na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, especialmente quanto: (..)

II - às distribuições públicas de valores mobiliários de sua emissão;

Lembramos que a redação original da ICVM 400 dispensava automaticamente o registro para valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, conforme o inciso III do art. 5º, então revogado pela ICVM 588 (dos *crowdfundings*), que passou a regular inteiramente a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte. Sendo assim, trata-se de novamente incluir dispositivos voltados às sociedades de tal porte, desta vez considerando que o artigo 294-B ampliou os limites do que se considera “companhia de menor porte”.

VI. Novas Regras de *Blackout Period*

Elogiamos a mudança da CVM, por meio da Deliberação CVM nº 809/2019, que flexibilizou a vedação de registro de oferta pública no período iniciado desde o décimo sexto dia anterior a divulgação de informações periódicas pelo emissor. Através dela, ofertantes e intermediários não estão submetidos a desafios adicionais que podem surgir pelo estreitamento do calendário disponível para realização de distribuições públicas. Mesmo que a CVM denote que o implemento ainda não tenha sido utilizado de maneira significativa, as razões para isso podem estar menos na regra em si, e mais no próprio processo de adaptação do mercado à legislação renovada.

Chediak Advogados é a favor da manutenção dessa flexibilidade, sem a necessidade de tornar obrigatório que a documentação da oferta possua os chamados *flash numbers*. Entendemos que deva ser facultada a cada agente a decisão quanto à necessidade, ou não, de divulgação desses números nas ofertas em que promover, cabendo a estes a responsabilidade sobre as informações fornecidas.

VII. Registro de Intermediários

Diante da novidade do registro de intermediários na CVM, compartilhamos o receio quanto ao registro se revelar custoso e depor contra a própria vocação desburocratizante da norma, como admitido pela própria Autarquia: *“Ao desenvolver a Minuta B, a CVM teve como um de seus elementos norteadores a preocupação de que a exigência de registro de intermediários não anule as reduções de custo de observância almejadas com a reforma do arcabouço regulatório das ofertas públicas. Por isso, buscou-se simplificar tanto o processo de obtenção do registro como a sua manutenção”*¹³. Não pretendemos, ao menos por ora, entrar no debate quanto à importância do registro, nem discutir sua influência sobre as escolhas de quem investe recursos no mercado de capitais. O que se pretende aqui é indagar apenas se tais mudanças trarão benefícios que compensarão seus – evidentes – custos.

Sabe-se que as plataformas eletrônicas de investimento participativo, reguladas pela ICVM 588, ficam expressamente afastadas da necessidade deste registro específico. Por outro lado, visto que os novos intermediários – que não são necessariamente instituições financeiras, segundo a modificação introduzida pelo art. 3º, II, da Minuta B – estarão submetidos ao registro, resta a indagação de em que medida esse registro não irá inibir, inclusive, o ingresso de novas agentes, dos quais depende o aumento da concorrência.

Tal análise é, ao nosso ver, essencial a toda proposta de regulamentação, especialmente quando representa novas obrigações impostas aos regulados. De todo modo, confiamos na suposição da CVM de que o registro não só facilitará a supervisão da Autarquia nos casos de registro automático de ofertas, mas sobretudo de que o registro não resultará em custos desproporcionais.

VIII. Conclusão

Em suma, nossas sugestões são as seguintes:

- (i) Manter inalterado o atual conceito de oferta pública;

¹³ Conforme se observa da página 24 do presente Edital.

- (ii) Reconsideração das restrições de negociação de valores mobiliários por investidor qualificado 6 (seis) meses após a realização de uma oferta destinada a investidores profissionais, flexibilizando as exigências com relação à documentação necessária para assegurar uma redução dos custos e a liquidez dos valores mobiliários ofertados via registro automático;
- (iii) Implementação da flexibilização das obrigações dos intermediários em ofertas destinadas a investidores profissionais, de acordo com hipótese levantada pela própria CVM;
- (iv) Estímulo ao ingresso de pequenas e médias empresas no mercado de capitais, conforme a indicação da recém-aprovada Lei Complementar 182/2021;
- (v) Manutenção das regras de *blackout period* implementadas pela Deliberação CVM nº 809/2019, sem a obrigatoriedade de disponibilização dos *flashs numbers*; e
- (vi) Certificação de que o registro de intermediários não promoverá custos desnecessários e contrários aos objetivos da reforma das ofertas públicas de valores mobiliários.

Congratulamos mais uma vez a CVM pela iniciativa e ressaltamos que o momento é propício para uma reforma ampla e ambiciosa na regulamentação das ofertas públicas de valores mobiliários. O avanço do nosso mercado depende de mais liberdade e de uma regulamentação enxuta e menos intervencionista. É o que a CVM está a fazer, e certamente poderá aprimorar ainda mais com as manifestações que está prestes a receber.

Sendo o que nos cumpre para o momento, colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que eventualmente se fizerem necessários.

Atenciosamente,


Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados