

São Paulo, 7 de julho de 2021.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM

Sr. Antonio Carlos Berwanger

(por e-mail para [audpublicaSDM0221@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0221@cvm.gov.br))

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 2/21**

**I. INTRODUÇÃO**

Inicialmente, parabeniza-se esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”) pela iniciativa de modernizar a regulação de ofertas públicas de valores mobiliários, nos termos do Edital de Audiência Pública SDM nº 2/21 (“**Edital**”).

As contribuições apresentadas, para avaliação desta D. CVM, concentram-se em disposições da minuta A do Edital, que *dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários, a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados e revoga as Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, e as Deliberações CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, e CVM nº 818, de 30 de abril de 2019* (“**Minuta**”).

Os comentários indicados representam, especialmente, desdobramentos de reflexões sobre o objeto jurídico da obrigação de registro de ofertas públicas junto à CVM, com destaque para as seguintes sugestões:

- complemento do *safe harbor* com as hipóteses de (i) colocação privada de valores mobiliários de classes ou séries subordinadas; e (ii) ofertas de valores mobiliários emitidos por *Startups*, nos termos da Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021 (“Lei Complementar 182”), observadas determinadas restrições;
- adoção de procedimento próprio para análise prévia sobre a viabilidade de isenção de registro de ofertas em casos não listados nos incisos do *caput* do Art. 8º da Minuta;
- ajustes na definição de *oferta pública* constante do §2º do Art. 3º da Minuta; e
- ajuste na redação do §2º do Art. 8º da Minuta, para vedar o uso de propaganda no âmbito de ofertas isentas de registro, por qualquer meio, sem prejuízo da disponibilização de documento informativo, técnico e confidencial aos potenciais investidores.

A redação proposta para determinados dispositivos da Minuta encontra-se no item II, que deve ser interpretado em conjunto com os fundamentos indicados no item III.

## **II. REDAÇÃO PROPOSTA**

Abaixo apresentam-se as sugestões para alterações no texto da Minuta.

(...)

*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 envolva a tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores indeterminados para a realização de investimento em determinados valores mobiliários.*

(...)

§2º. *É considerada pública a oferta que venha a obter registro junto à CVM ou tenha o seu registro dispensado, desde que sejam disponibilizados Prospecto e Lâmina, conforme aplicável ao emissor e ao público-alvo, nos termos do disposto nesta Resolução.*

(...)

Art. 4º. *Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, cujos destinatários sejam investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deve ser submetida previamente a registro na CVM, ou ter o seu registro dispensado, nos termos desta Resolução, observado o disposto no parágrafo único do art. 1º.*

(...)

Art. 8º. *Não estão sujeitas a esta regulamentação, ficando isentas da necessidade de registro, as ofertas de valores mobiliários com as seguintes características:*

(...)

VIII – os valores de mobiliários emitidos por Startups, nos termos do Art. 5º da Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021, ofertados em regime de confidencialidade a até 50 (cinquenta) investidores, pessoas físicas ou jurídicas, que declarem ter recebido as informações essenciais sobre a Startup investida, o seu plano de negócios e os riscos relativos aos valores mobiliários ofertados; e

IX – os valores mobiliários de séries ou classes subordinadas que venham a ser subscritos por partes relacionadas à operação ou à oferta.

(...)

§2º. *Não é permitida a realização de publicidade, por qualquer meio, para prospectar investidores no âmbito das ofertas isentas de registro, observada a possibilidade de utilização de material informativo e confidencial para apresentação dos termos e condições da oferta aos*

potenciais investidores. ~~utilização de material publicitário nas ofertas elencadas nos incisos do caput.~~

Art. 9º. O ofertante poderá questionar à CVM sobre a isenção do registro de oferta que não se configure como pública, nos termos do Art. 3º desta Resolução, e que não esteja contemplada nos incisos do caput do Art. 8º.

§ 1º. A consulta deve conter as justificativas identificadas pelo requerente para a isenção do registro.

§ 2º. A CVM deverá apresentar resposta à consulta formulada pelo requerente dentro do prazo de 15 (quinze) dias úteis, o qual poderá ser interrompido caso a CVM solicite, ao requerente, informações adicionais para conclusão da análise, que deverão ser apresentadas pelo requerente dentro do prazo de até 10 (dez) dias úteis.

§ 3º. A ausência de manifestação da CVM no prazo mencionado no § 2º, considerando eventuais interrupções, implica na interpretação de que a oferta submetida à consulta é isenta de registro.

§ 4º. Caso o requerente não apresente as informações adicionais solicitadas pela CVM dentro do prazo mencionado no §2º, a consulta será encerrada pela CVM sem resolução de mérito.

(...)

Art. 46. Nas hipóteses de dispensa de registro ou de requisitos previstas nesta Seção, os valores mobiliários objeto das referidas ofertas poderão ser negociados em mercados regulamentados mediante disponibilização de Prospecto e Lâmina, nos moldes previstos nesta Resolução, observadas eventuais ~~a CVM pode impor~~ restrições impostas pela CVM. ~~à negociação dos valores mobiliários em mercados regulamentados.~~

### III. FUNDAMENTAÇÃO

As sugestões indicadas acima procuram refletir um dos focos da proteção legislativa na matéria de registro de ofertas de valores mobiliários. Qual seja: assegurar que todo e qualquer investidor, no âmbito de uma oferta pública, tenha acesso às informações necessárias para uma tomada de decisão de investimento consciente<sup>1</sup>.

A proteção materializa-se com a obtenção do registro das ofertas públicas junto à CVM, órgão estatal que exercerá o controle externo sobre atos privados em valorização do interesse coletivo<sup>2</sup>.

Indicou o legislador, na exposição de motivos anexada ao projeto de lei que originou a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976<sup>3</sup>, que as ofertas destinadas a público restrito, determinado e informado (nesta última qualidade deve ser observada a sofisticação do potencial investidor e o nível de acesso às informações essenciais sobre o investimento) escapam do objeto jurídico da legislação e, por consequência, ofertas com tais características não deveriam ser alvo de registro<sup>4</sup>.

Identificar o cerne da obrigação é relevante para alinhar a regulamentação infralegal e, conseqüentemente, a tutela estatal, ao objeto da lei. Esta noção ganha contorno especial quando observado o princípio da intervenção subsidiária e excepcional do Estado

---

<sup>1</sup> Vale destaque para o *leading case* norte-americano *SEC v. Ralson Purina Co.*, relevante internacionalmente para o direito dos valores mobiliários, que também revela influência na construção jurídica nacional: “*The design of the statute is to protect investors by promoting full disclosure of information thought necessary to informed investment decisions.*”

<sup>2</sup> Neste sentido, destaca-se o seguinte trecho do voto proferido no âmbito dos Processos Administrativos CVM nº 19957.007194/2017-50 e 19957.007197/2017-93: “*Em uma perspectiva funcional, a lei se preocupa em assegurar que processos de captação de recursos mediante amplo apelo à poupança popular observem certas obrigações e procedimentos.*”

<sup>3</sup> “20. *Apenas a emissão pública (isto é, a emissão oferecida publicamente) está sujeita a registro. Não se aplica essa norma à emissão particular, como é o caso da emissão negociada com um grupo reduzido de investidores, que tenham acesso ao tipo de informação que o registro visa a divulgar. Se estes, porém, adquirem a emissão com o fim de a colocar no mercado, mediante oferta pública, estão sujeitos às mesmas restrições que a companhia emissora.*” Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso\\_informacao/institucional/sobre/anexos/EM197-Lei6385.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM197-Lei6385.pdf)

<sup>4</sup> Revisitando *SEC v. Ralson Purina Co.*, a intervenção estatal deve observar a necessidade de tutela dos ofertados com relação às proteções que são asseguradas em ritos de ofertas registradas: “*The focus of inquiry should be on the need of the offerees for the protections afforded by registration.*” e “*The natural way to interpret the private offering exemption is in light of the statutory purpose. Since exempt transactions are those as to which “there is no practical need for [the bill’s] application,” the applicability of §4(1) should turn on whether the particular class of persons affected needs the protection of the Act. An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction “not involving any public offering.”*”

nas relações privadas, conforme trazido pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, em seu Art. 2º, inciso III<sup>5</sup>.

### III.I. ROL EXEMPLIFICATIVO E MECANISMO DE COMPLEMENTAÇÃO

As hipóteses que formam o *safe harbor* para ofertas isentas de registro, proposto por esta D. CVM, parecem adequadas e alinhadas ao conceito de ofertas que, de fato, não estão sujeitas à competência fiscalizatória da Autarquia.

Em complemento, sugere-se a inclusão de uma hipótese específica para alcançar os casos de colocação privada de séries e classes subordinadas de valores mobiliários junto a pessoas ligadas à operação, tal como se observa em casos de subscrição de séries subordinadas de certificados de recebíveis imobiliários (CRI) ou de certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) por devedores ou cedentes do lastro e, também, em cotas subordinadas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC).

Parece cabível, ainda, aprimoramento na dinâmica normativa, com vistas a preservar o conceito de ofertas registráveis. Neste sentido, são sugeridos dois outros ajustes: (i) reconhecimento de que o rol do Art. 8º da Minuta é exemplificativo e não exaustivo; e (ii) inclusão de procedimento complementar de consulta prévia sobre a viabilidade de isenção do registro de ofertas que não se encaixem nas hipóteses do *safe harbor* e, ainda assim, possuam características que justifiquem a sua isenção de registro<sup>6</sup>.

O ajuste é saudável na medida em que municia o regulador com mecanismo de acompanhamento próximo das práticas do mercado, nos limites da sua competência regulatória. Novos modelos de ofertas que sustentem características que possam justificar uma isenção de registro (embora não enquadradas nas hipóteses previstas nos incisos do Art. 8º da Minuta) passariam por uma análise prévia da CVM e, com o tempo, o *safe harbor* poderá

---

<sup>5</sup> “São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: (...) a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas”.

<sup>6</sup> As justificativas devem abordar os aspectos concretos da oferta, destacando justificativa apresentada pela SEC na *Final Rule: Nonpublic Offering Exemption, Release No. 33-4552*: “Whether a transaction is one not involving any public offering is essentially a question of fact and necessitates a consideration of all surrounding circumstances, including such factors as the relationship between the offerees and the issuer, the nature, scope, size, type and manner of the offering”. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/33-4552.htm>

ser atualizado para contemplar em norma tais situações<sup>7</sup> (ou intermediariamente em ofícios circulares de orientação).

A adoção de um rol exaustivo é um caminho estanque, conservador e que não garante necessariamente maior nível de proteção aos investidores<sup>8</sup>. É possível imaginar que em ofertas isentas de registro exista uma troca de informações em nível condizente com as expectativas do regulador ou, ainda, que seja até mais apurada. Desta forma, a criação do mecanismo de recepção de consulta sobre potenciais ofertas isentas de registro não deve ser encarado como flexibilização ou desconto regulatório.

Nada impede que o ofertante apresente, voluntariamente, uma consulta formal à CVM. Todavia, a sugestão apresentada no item II procura pavimentar um caminho diferenciado para esta hipótese específica, prevendo, desde já, o procedimento e prazos a serem adotados. Deve ser levado em consideração que os emissores que acessam o mercado são impulsionados por um cronograma desenhado para acomodar as suas necessidades de financiamento. É importante que a norma trate a matéria com sensibilidade a esta urgência.

### III.II. OFERTAS DE VALORES MOBILIÁRIOS EMITIDOS POR STARTUPS

Considerando a recente promulgação da Lei Complementar 182 (o marco legal das *startups*), parece adequado que a Minuta inclua no rol exemplificativo de hipóteses de ofertas isentas de registro a oferta “privada” de valores mobiliários emitidos por *Startups*, para evitar questionamentos sobre a condução de ofertas irregulares de valores mobiliários.

Refletindo sobre o conceito de ofertas que não estariam sujeitas a registro, sugere-se que as apresentações de oportunidades de investimento em *Startups* sejam isentas de registro quando (i) destinadas a um número determinado e razoável de investidores

---

<sup>7</sup> Vale destacar, neste sentido, trecho do voto proferido no âmbito dos Processos Administrativos CVM nº 19957.007194/2017-50 e 19957.007197/2017-93: “a positivação, nas normas da CVM, de hipóteses de *safe harbors* é medida positiva e desejável, mas não eliminará situações em que os ritos originalmente concebidos para ofertas públicas ou “semipúblicas” serão utilizados a despeito da ausência de qualquer esforço (ao menos imediato) de distribuição junto ao público.”. Certo que esta passagem dialoga com a possibilidade de submissão voluntária ao registro da oferta, mas deve ser reconhecido, também, que outras situações podem sustentar a isenção de registro e que, por ausência de previsão expressa no *safe harbor*, os participantes de mercado podem ser impelidos a adotar o rito de ofertas públicas.

<sup>8</sup> Veja trecho do voto proferido no âmbito dos Processos Administrativos CVM nº 19957.007194/2017-50 e 19957.007197/2017-93: “Abusos e desvios devem ser coibidos com vigor, mas as regras não podem ser elaboradas no pressuposto de que os participantes do mercado atuarão de má-fé: medidas dessa natureza invariavelmente oneram de modo desproporcional todos os agentes econômicos, tornando o mercado mais lento, caro e ineficiente, sem alcançar resultados reais na prevenção de práticas deletérias.”

(sugere-se, aqui, até 50 investidores); e (ii) que os investidores prospectados declarem ter recebido, em regime de confidencialidade, informações sobre a *Startup* emissora, o seu plano de negócios e os riscos envolvidos no negócio (sobre este ponto ver o item III.IV abaixo).

Adicionalmente, entende-se que nesta modalidade não parece cabível a imposição de restrição de público a investidores qualificados ou profissionais, em respeito ao disposto no marco legal, que procura fomentar o investimento em inovação por qualquer pessoa física ou jurídica<sup>9</sup>. Vale observar, ainda, que a Lei Complementar 182 restringiu o espaço de regulamentação da CVM ao investimento a ser realizado por fundos de investimento<sup>10</sup>.

A limitação do número de investidores que podem ser acessados no âmbito desta categoria de oferta é relevante para afastar dúvidas sobre a adequação da isenção de registro frente ao espectro de ofertados. Ainda que os investidores prospectados, subjetivamente, mantenham ligação próxima com a *Startup* (por exemplo, sócios, funcionários, fornecedores ou clientes), uma oferta que atinja público demasiadamente amplo poderia levantar questionamentos sobre a sua caracterização como oferta pública<sup>11</sup>.

Caso a *Startup* deseje acessar um número maior de investidores, existem outros formatos a ela disponíveis como, por exemplo, as ofertas intermediadas por plataformas de investimento participativo, caso atendidos os requisitos atualmente previstos na Instrução CVM nº 588, de 13 de junho de 2017, ou até mesmo as ofertas públicas registradas.

### III.III. OFERTA PÚBLICA COM DISPENSA DE REGISTRO

Existem ofertas nas quais os valores mobiliários serão ofertados a um único investidor ou grupo restrito de investidores, que guardam elevado nível de sofisticação e conhecimento profundo sobre as características da oferta e do valor mobiliário. Nestes casos, o investidor primário não carece de proteção estatal, o que, conseqüentemente, torna

---

<sup>9</sup> Destaque para o Art. 5º: “*As startups poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que poderá resultar ou não em participação no capital social da startup, a depender da modalidade de investimento escolhida pelas partes.*”

<sup>10</sup> Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estabelecerá em regulamento as regras para aporte de capital na forma do art. 5º desta Lei Complementar por parte de fundos de investimento.

<sup>11</sup> Neste sentido vale observar a jurisprudência norte-americana, no caso *Hill York Corp. v. American International Franchises, Inc.*: “(...) *the more offerees, the more likelihood that the offering is public.*”

dispensável a obtenção de registro da oferta, que tem caráter instrumental<sup>12</sup>, sem que isso necessariamente desqualifique como pública a oferta.

Vislumbrando casos em que os valores mobiliários serão distribuídos com melhores esforços de colocação (sem garantia firme, portanto) é razoável imaginar que um investidor sofisticado previamente determinado, prospectado no âmbito da oferta, poderá desistir da subscrição ou realizá-la em montante inferior ao previsto, por qualquer motivo. Neste caso, o emissor deverá procurar outros investidores para ter sucesso na distribuição. A possibilidade de atingir pessoas indeterminadas confere o caráter público à oferta<sup>13</sup>. Se a oferta for estendida a outro investidor sofisticado, a melhor interpretação legal conduz à conclusão de que se está diante de uma oferta pública cujo registro perante a CVM não é exigido.

Para complementar, a intenção de admitir a negociação dos valores mobiliários em mercado secundário, por si só, não parece justificar a imposição da obrigação de registro da oferta (ainda que por rito automático), considerando que o objeto jurídico da disposição legal se concentra na sofisticação dos *investidores primários*. Desta forma, entende-se que o registro da oferta primária poderá ser dispensado por esta D. CVM, caso seja demonstrado que os investidores a serem prospectados não carecem de tutela estatal, observada a possibilidade de controle, pelo regulador, sobre a negociação dos respectivos valores mobiliários no mercado secundário, podendo a D. CVM impor determinadas restrições, conforme previsão já constante do Art. 46 da Minuta.

Retomando o objeto da obrigação legal de registro da oferta perante a CVM, sugere-se que a Minuta contemple no conceito de *oferta pública* aquela que venha a ter o seu registro dispensado, conforme requerimento submetido nos termos do Art. 43 da Minuta, desde que o emissor disponibilize ao seu público-alvo a documentação eventualmente exigida, nos termos da resolução a ser publicada.

---

<sup>12</sup> “Como o registro tem uma natureza basicamente instrumental, se os investidores estão de posse de informações que lhes permitem uma tomada de decisão consciente, não há porque se obrigar a companhia emissora a proceder o registro perante a autoridade governamental, com custos desnecessários.” EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. (p. 149-150)

<sup>13</sup> Neste sentido: “(...) a oferta pública caracteriza-se, em síntese, por ser dirigida à generalidade de indivíduos, ou seja, por ser direcionada a pessoas indeterminadas, não individualizadas. Assim, no momento da realização da oferta há uma indeterminação dos destinatários; qualquer pessoa pode aceitar a proposta, individualizando-se apenas no momento da aceitação.” EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. (p. 148)

III.IV. MATERIAL JURÍDICO DAS OFERTAS ISENTAS DE REGISTRO

A divulgação dos termos e condições da oferta, dos riscos relativos ao investimento, de informações relevantes sobre a empresa emissora (financeiros e operacionais) é importante para que os investidores possam avaliar corretamente a oportunidade de investimento que lhes está sendo apresentada e, também, para resguardar o emissor e os intermediários de responsabilidade por eventuais prejuízos financeiros que o investidor eventualmente venha a suportar. Caso decorrentes do risco natural da atividade comercial (excluídos casos dolosos).

É razoável imaginar que no âmbito de ofertas isentas de registro os investidores venham a ter acesso a estas informações<sup>14</sup>. Para que não se confunda a elaboração voluntária (e recomendável) de tal documentação informativa com a utilização de material publicitário, sugere-se aprimorar a redação do §2º do Art. 8º da Minuta, para vedar o uso de propaganda no âmbito da oferta, por qualquer meio, sem prejuízo da disponibilização de documento informativo, técnico e confidencial aos potenciais investidores<sup>15</sup>.

IV. ENCERRAMENTO

Cumprimenta-se, novamente, esta D. CVM e todos os envolvidos pela iniciativa de modernizar a norma de ofertas públicas.

Quaisquer comunicações, entendimentos ou esclarecimentos com relação aos comentários e sugestões aqui apresentados podem ser enviados ao contato indicado abaixo:

**KOGA ADVOGADOS**

Rua Olimpíadas, nº 205, 4º andar, Vila Olímpia,

São Paulo – SP

At.: William Koga

E-mail: [REDACTED]

---

<sup>14</sup> Nos termos do trecho do voto destacado no Edital: “*ainda que fosse realmente possível traçar uma linha demarcando, de modo conceitualmente preciso, a fronteira que separa as ofertas privadas das públicas, a preocupação da regulação não é a de que as primeiras sejam realizadas com as proteções originalmente pensadas para as públicas, mas sim (e somente) o inverso*”.

<sup>15</sup> Aqui vale uma brevíssima menção que esta é uma prática difundida no mercado norte-americano em *nonpublic offerings*, a exemplo do uso de *Private Placement Memorandum* (PPM).

Sendo o que havia para o momento, o escritório **KOGA ADVOGADOS** renova os votos de estima e consideração e permanece à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

**KOGA ADVOGADOS**