

São Paulo, 01 de novembro de 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Centro, Rio de Janeiro - RJ
CEP 20.050-901

Att.: Ilmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado
audpublicaSDM0218@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM n.º 06/18

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

STOCCHÉ FORBES ADVOGADOS (“Stocche Forbes”), com fundamento no Edital de Audiência Pública SDM n.º 06/18 (“Edital de Audiência Pública”) e de acordo com as orientações ali incorporadas, vem, respeitosamente, apresentar a esta D. Comissão sugestões relacionadas à proposta de alterações em instruções da CVM decorrentes do Projeto Estratégico de Redução de Custos de Observância (“Projeto Estratégico” e “Minuta”, respectivamente).

1. Conforme se depreende do Edital de Audiência Pública, pode-se afirmar que o Projeto tem como objetivo a redução progressiva dos custos de observância entre os participantes do mercado de capitais, a partir de um incremento de eficiência da regulação aliada à manutenção da proteção dos investidores. Conforme esclarecido por esta D. CVM, a primeira fase deste Projeto Estratégico, que culminou na edição deste Edital de Audiência Pública, foca em questões menos complexas e de baixo impacto, mudanças que notadamente não aumentem de forma exacerbada a exposição dos investidores a risco, mas que resultem em ganhos de eficiência regulatória.

2. De início, faz-se necessário saudar a iniciativa desta D. Autarquia em promover uma reforma de suas normas para desenvolvimento de um mercado de capitais mais eficiente e, dentro do possível, com uma menor carga regulatória. De fato, com o passar do tempo, a evolução do mercado de capitais e, conseqüentemente, da regulação desta D. Autarquia, gerou uma sobreposição e/ou redundância entre normas criadas em contextos e com preocupações diferentes, mas com efeitos semelhantes. Esta situação, apesar de

inevitável, torna necessária e louvável a predisposição para revisão do arcabouço regulatório de tempos em tempos, a fim de eliminar eventuais incongruências.

3. Neste sentido, as sugestões da presente manifestação se limitam a contemplar propostas de complemento à Minuta, todas objetivas e alinhadas com a finalidade desta primeira fase do Projeto Estratégico, conforme anunciado pelo Edital de Audiência Pública.

4. Assim, questões mais sensíveis como propostas de simplificação do Formulário de Referência, e de eliminação de sobreposições e redundância entre o Formulário de Referência e o Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, assim como a análise do custo-benefício de outras exigências regulatórias, não foram abordadas nesta manifestação.

5. Atendo-se, portanto, ao propósito desta primeira fase do Projeto Estratégico, entende-se que a implementação dos ajustes propostos está em linha com as necessidades e o momento de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ao passo que não comprometem a proteção dos investidores.

6. Para melhor visualização dos comentários e sugestões, a presente manifestação é dividida em seções de acordo com os temas objeto da Minuta sobre os quais as propostas se referem.

7. Em cada seção, por sua vez, apresenta-se os comentários que abordam os pontos de atenção verificados, identificando o dispositivo específico da Minuta e o racional da sugestão de alteração, acompanhados da própria proposta de redação alternativa para tal dispositivo.

8. Nessa linha, a presente manifestação se divide em 3 (três) principais seções, abordando essencialmente os seguintes temas e respectivas propostas:

- (i) autorização prévia para operações de reestruturação de fundos de investimento;
- (ii) coerência entre regras para investidores qualificados ou profissionais;
- (iii) revisão do limite de captação de ofertas públicas realizadas por meio de plataformas de *crowdfunding*.

I. Exclusão de obrigação de autorização prévia: reestruturação de grupo de fundos de investimento (art. 18 da Minuta)

9. O Edital de Audiência Pública propõe, em seu item 2.12, nas alterações sugeridas na Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 (“ICVM 555”), a flexibilização de regras pontuais na norma, como a eliminação da necessidade de autorização prévia da CVM para transformações previstas no art. 137 da ICVM 555, como a de fundo aberto para fundo fechado, clube de investimento em fundo e fundo regulado por instrução específica (*e.g.* FIP, FII, FIDC etc.).

10. A alteração proposta gera uma eficiência regulatória, vez que torna mais céleres operações comuns na indústria de fundos de investimento, que não justificam o dispêndio de tempo e recursos desta D. Autarquia na análise prévia das operações. Neste sentido, a CVM passará a realizar apenas a análise fiscalizadora *a posteriori* de referidas operações, a partir da documentação das operações informadas via sistema eletrônico da CVM, analisando possíveis irregularidades que possam ter ocorrido durante o processo.

11. Seguindo a mesma linha de raciocínio, faz-se oportuno estender a eliminação da necessidade de autorização prévia em outro tipo de operação também já consolidada na indústria de fundos de investimento brasileira: a reestruturação de grupos de fundos para investidores não qualificados.

a. *Comentário Stocche Forbes*

12. Tais operações de reestruturação, atualmente, dependem de autorização prévia da autarquia em razão de dois dispositivos da ICVM 555: (i) o art. 89, inciso VI¹ que

¹ “Art. 89. É vedado ao administrador e ao gestor, no que aplicável, praticar os seguintes atos em nome do fundo: [...]”

VI – realizar operações com ações fora de mercado organizado, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição, negociação de ações vinculadas a acordo de acionistas e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;”

veda a negociação privada de ações; e (ii) o art. 27 (c/c art. 125, inciso I²), que restringe à integralização em ativos de cotas de fundos de investimento para público de varejo.

13. A discussão de tais operações já foi levada por diversas vezes ao Colegiado da CVM no passado³, levando inclusive à edição da Deliberação CVM nº 546, de 04 de agosto de 2008 (“Deliberação 546”), que delegou competência à área técnica da CVM para conceder autorizações que se enquadrassem aos requisitos definidos pelo Colegiado. A Deliberação 546, apesar de editada ainda sob a égide da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, permanece sendo utilizada por diversos administradores e gestores de fundos de investimento para solicitar autorização para a realização de reorganização societária em seus fundos.

14. Com o passar do tempo e a expressiva elevação do nível de sofisticação e maturidade da indústria, tais pedidos acabam se tornando protocolares, cabendo à CVM apenas a checagem da aderência da operação aos requisitos dispostos na Deliberação 546. Por outro lado, a exigência de realização de um pedido de autorização para a CVM em operações de baixa complexidade e nenhum impacto aos cotistas, acaba sendo extremamente onerosa, seja em questão de celeridade quanto de dispêndio de recursos, tanto por parte dos regulados quanto do próprio regulador.

15. A título exemplificativo, operações comuns como a chamada “masterização de fundos de investimento”⁴, realizada para aumentar a eficiência da gestão de fundos com políticas de investimento similares e que não alteram qualquer condição para os cotistas finais ou política de investimento dos fundos, acabam sujeitas a um processo de autorização prévia na CVM, que atrasa a reestruturação dos fundos, gera custos e demanda recursos humanos já escassos desta D. Autarquia, que poderiam ser alocados em atividades mais relevantes.

16. Neste sentido, considerando que a Minuta pretende reunir alterações pontuais em diversas instruções desta D. CVM com o propósito de redução dos custos de observância, entende-se que a reprodução dos requisitos dispostos na Deliberação 546 na

² “Art. 27. A integralização do valor das cotas do fundo deve ser realizada em moeda corrente nacional, ressalvada a hipótese do art. 125, inciso I e art. 129.”

“Art. 125. O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode:

I – admitir a utilização de ativos financeiros na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para adoção desses procedimentos; [...]”

³ Vide Processo RJ 2001/9877, julgado em 14.05.2002; Processo RJ 2006/2036, julgado em 28.11.2006; Processo RJ 2007/13956, julgado em 18.12.2007; e Processo RJ 2008/3913, julgado em 02 de setembro de 2008. .

⁴ A operação de “masterização” envolve basicamente a reestruturação de grupo de fundos que passa pela transformação de fundos de investimento direto em fundos de investimento em cotas de fundos de investimento (FIC-FI) e a contribuição dos ativos dos fundos originais para um fundo Master, que centraliza as operações dos chamados fundos feeders em um único veículo.

ICVM 555, como condições mínimas para a aprovação da operação de reestruturação sem a aprovação prévia da CVM, reduziria ainda mais os custos de regulados e reguladores com operações simples e padronizadas, sem que tal alteração importe em maiores riscos aos investidores finais de tais fundos.

b. Proposta de redação

17. À luz do acima exposto, propõe-se que os requisitos dispostos na Deliberação 546 sejam replicados na ICVM 555, a partir de ajustes aos arts. 27 e 89, que crie uma exceção à vedação constante do inciso VI sem a necessidade de autorização prévia da CVM para operações que se enquadrem nos requisitos já consolidados por esta autarquia.

“Art. 18. Os arts. 2º, 25, [27](#), 40, 41, 59, 68, [89](#), 92 e 137 da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, passam a vigorar com a seguinte redação: [...]

Art. 27. A integralização do valor das cotas do fundo deve ser realizada em moeda corrente nacional, ressalvadas [as hipóteses do art. 89, §2º](#), art. 125, inciso I e art. 129.

Art. 89. É vedado ao administrador e ao gestor, no que aplicável, praticar os seguintes atos em nome do fundo: [...]

VI – realizar operações com ações fora de mercado organizado, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição, negociação de ações vinculadas a acordo de acionistas, [reestruturação de grupos de fundos, conforme disposto no §2º abaixo](#), e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização; [...]

~~Parágrafo único~~ [§1º](#). Os fundos de investimento podem utilizar seus ativos para prestação de garantias de operações próprias, bem como emprestar e tomar ativos financeiros em empréstimo, desde que tais operações de empréstimo sejam cursadas exclusivamente por meio de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.”

[§2º. É permitida a transferência de ações de forma privada, única e exclusivamente com o objetivo de reestruturar grupos de fundos de investimento, sempre que, cumulativamente, os seguintes requisitos sejam atendidos:](#)

[I – as carteiras de ativos dos fundos envolvidos possuam liquidez que garanta uma adequada marcação a mercado, e um consequente tratamento isonômico aos investidores envolvidos;](#)

II – sejam mantidas as características mais relevantes dos fundos envolvidos, tais como condições de resgate, política de investimentos a que os fundos se sujeitam na prática, política de divulgação, ou taxas totais cobradas dos fundos;

III – sejam convocadas assembleias gerais para apreciação da proposta pelos cotistas, nas quais seja garantido um suficiente detalhamento das vantagens e riscos da operação aos cotistas afetados;

IV – sejam mantidas as regras de tributação aplicáveis aos fundos objeto;

V – os fundos envolvidos possuam volume de recursos que justifique a adoção de operação de conferência de ativos; e

VI – haja compatibilidade entre as carteiras dos fundos de modo a afastar a possibilidade de miscigenação de investidores com perfis de risco distintos.

II. Coerência entre regras para investidores qualificados/profissionais (arts. 6, 10, 18 e 19, além de inclusão do art. 20 da Minuta)

18. Outra mudança que entendemos ser oportuna com a presente reforma é o alinhamento de determinados “descontos regulatórios” concedidos a fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, entre normas já editadas por esta D. CVM.

19. O alinhamento se justifica em razão de determinadas assimetrias dos “descontos regulatórios” constantes da ICVM 555 em relação às Instruções CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001 (“ICVM 356”), nº 472, de 31 de outubro de 2008 (“ICVM 472”) e 578, de 30 de agosto de 2016 (“ICVM 578”).

a. Comentário Stocche Forbes

20. A primeira assimetria refere-se à falta de uniformidade das possíveis dispensas e flexibilizações concedidas a diferentes tipos de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados. A ICVM 472, aplicável aos Fundos de Investimento Imobiliários (“FIIs”), prevê determinadas possibilidades que não foram contempladas na ICVM 555, na ICVM 578, regra específica para Fundos de Investimento em Participações (“FIPs”), e na ICVM 356, regra específica para Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (“FIDC”), ambos tipos de fundos atualmente destinados apenas a investidores qualificados.

21. A sugestão é que as dispensas em questão sejam replicadas para todos os tipos de fundo que restrinjam o público alvo para investidores qualificados, consolidando a lista

de dispensas na regra geral de fundos, a ICVM 555, e inserindo referências a tal regra geral nas demais regras específicas. Isso porque, ao nosso ver, as dispensas previstas na ICVM 555 e ICVM 472 estão relacionadas, única e exclusivamente, à capacidade financeira e técnica destes investidores qualificados com investimentos de mercado de capitais, não havendo necessidade de tais proteções adicionais conferidas a investidores de varejo.

22. A título de exemplo: atualmente, apenas FIIs para investidores qualificados estão dispensados de elaborar prospecto, não havendo sentido que referida dispensa não seja estendida para FIPs e FIDCs.

23. Assim, entendemos não haver razão para que todas as dispensas não sejam aplicáveis a todas as modalidades de fundo de investimento, no que couber, respeitadas as diferentes características de cada um.

24. Outra proposta de ajuste pontual refere-se à possibilidade de distribuição de ofertas públicas realizadas por meio de plataformas de *Crowdfunding*, nos termos da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 (“ICVM 588”), por agentes autônomos de investimento (“AAIs”) para investidores qualificados.

25. A utilização da rede de conexões de agentes autônomos foi analisada por esta D. CVM no relatório da audiência pública⁵ que deu origem à ICVM 558, tendo a CVM, naquela oportunidade, afirmado que “a possibilidade, portanto, de a plataforma incorrer em outras atividades como contatos telefônicos ou a contratação de agentes autônomos não foi considerada conveniente”.

26. Importa mencionar, entretanto, que tal consideração foi feita acerca de uma proposta de utilização de agentes autônomos para distribuição ao público em geral de ofertas realizadas no âmbito da plataforma. O comentário ora proposto é de flexibilização desta vedação apenas para distribuição a investidores qualificados de ofertas que sejam realizadas por meio da plataforma, perfazendo uma exposição gradual a esta forma de distribuição conforme o grau de conhecimento do investidor acessado pelos AAIs.

27. A proposta se encontra em linha com uma análise sistêmica das normas já editadas por esta D. CVM que excepcionam, por exemplo, investidores qualificados da obrigatoriedade de verificação do produto oferecido ao perfil do cliente (*suitability*), conforme art. 9º, inciso I, da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, conforme alterada.

⁵ Audiência Pública CVM SDM 06/2016.

28. Com a liberação gradual deste tipo de distribuição, essencial em razão de sua capilaridade, será possível estimular o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* no Brasil, sem um aumento de risco aos investidores que merecem maior proteção desta D. CVM.

29. Importa notar que alguns agentes do mercado de capitais já vêm enfrentando certa dificuldade na captação de clientes para investimentos de *crowdfunding*, única e exclusivamente, por meio dos métodos digitais de marketing das plataformas. Para diversos potenciais clientes, a elucidação de dúvidas e o atendimento mais próximo e de confiança com os AAIs é fundamental para a disposição destes investidores por títulos ofertados via plataformas de *crowdfunding*.

30. Por melhor que sejam os instrumentos de divulgação das plataformas, a experiência do mercado brasileiro com a distribuição de outros produtos oferecidos pelos principais participantes do sistema de distribuição brasileiro, demonstra que a relação estreita e pessoal é um diferencial na escolha do investidor brasileiro em aplicar seus recursos no mercado de capitais, e assim não é diferente para o investidor de *crowdfunding*.

b. Proposta de redação

31. De modo a refletir a congruência entre as normas para fundos destinados a investidores qualificados, propõe-se a alteração do art. 125 da ICVM 555, incluindo dispositivos adicionais, atualmente dispostos apenas na ICVM 472:

“Art. 18. Os arts. 2º, 25, 40, 41, 59, 68, 92, 125 e 137 da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, passam a vigorar com a seguinte redação: [...]

Art. 125. O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode: [...]

VII – prever a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo; e

VIII – prever a existência de classes de cotas com distintos critérios quanto à fixação da taxa de administração e de performance, definindo suas respectivas bases de cálculo.”

32. Em razão da alteração realizada acima, propõe-se a alteração do art. 55 da ICVM 472, excluindo-se o rol de dispensas para investidores qualificados atualmente previsto e fazendo referência à lista consolidada a ser incluída na regra geral de fundos, ICVM 555:

“Art. 10. A Instrução CVM nº 472, de 2008, passa a vigorar acrescida do artigo 17-A e o artigo 55 passa a vigorar, com a seguinte redação: [...]”

Art. 55. O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode fazer uso das dispensas previstas na regra geral de fundos de investimentos, no que couber, bem como de

~~*I – admitir a utilização de títulos e valores mobiliários na integralização de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para a adoção desses procedimentos;*~~

~~*II – dispensar a elaboração de prospecto;*~~

~~*III – dispensar a publicação de anúncio de início e de encerramento de distribuição;*~~

~~*IV – dispensar a elaboração de laudo de avaliação para integralização de cotas em bens e direitos, sem prejuízo da manifestação da assembleia de cotistas quanto ao valor atribuído ao bem ou direito.*~~

~~*V – prever a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo; e*~~

~~*VI – prever a existência de classes de cotas com distintos critérios quanto à fixação da taxa de administração e de performance, definindo suas respectivas bases de cálculo.*~~

33. Também com relação ao primeiro comentário, que consolida as dispensas a investidores qualificados na ICVM 555, propõe-se a inclusão do § 5º no art. 9º da ICVM 578, conforme proposta de redação abaixo:

“Art. 19. Os arts. 9º, 39 e 40 da Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, passam a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 9º

§5º Os fundos regidos por esta Instrução, desde que previsto em seu regulamento, podem fazer uso das dispensas para fundos destinados a investidores qualificados previstas na regra geral de fundos de investimentos, no que couber.”

34. Por fim, também com relação ao primeiro comentário, que consolida as dispensas a investidores qualificados na ICVM 555, propõe-se a inclusão de parágrafo único ao art. 5º na ICVM 356:

“Art. 6º. O art. 5º da I Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 9º

Parágrafo único. Os fundos regidos por esta Instrução, desde que previsto em seu regulamento, podem fazer uso das dispensas para fundos destinados a investidores qualificados previstas na regra geral de fundos de investimentos, no que couber.”

35. Com relação à liberação de utilização de AAIs para distribuição a investidores qualificados ou profissionais de ofertas públicas realizadas por meio de plataformas de *crowdfunding*, propõe-se a inclusão do §3º no art. 11 da ICVM 588:

“Art. 20. O art. 11 da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017, passa a vigorar com a seguinte redação:

[...]

Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente no ambiente eletrônico da plataforma. [...]

§ 3º É permitido à plataforma a contratação de agentes autônomos de investimento, devidamente registrados perante à CVM, com a finalidade de realizar a distribuição das ofertas realizadas com dispensa de registro nos termos desta Instrução especificamente voltada a investidores qualificados, nos termos da regulamentação aplicável.”

III. Revisão dos limites de captação e faturamento via plataformas de *Crowdfunding* (novo art. 20 da Minuta)

36. A Minuta também propõe a revogação da Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998 (“ICVM 296”), que dispõe sobre a distribuição pública de Contratos de Investimento Coletivo (“CIC”), a fim de evitar uma situação de sobreposição normativa causada pela edição da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 (“ICVM 588”), que disciplina as ofertas de *crowdfunding*.

37. Apesar de terem sido editadas com procedimentos e finalidades diversas, a convivência das duas normas torna justificável a preocupação desta D. CVM, com o que

chamou de arbitragem regulatória para sociedades empresárias de pequeno porte que desejem realizar captação de recursos via mercado de capitais, sem a necessidade de solicitação de um registro de emissor perante a CVM.

38. Entretanto, considerando a opção pela revogação da ICVM 296, entende-se também que seja este um momento oportuno para a realização de dois ajustes pontuais: (i) ampliação do limite de captação máximo das ofertas públicas realizadas nos termos da ICVM 588; e (ii) ampliação do limite de receita anual bruta máximo para elegibilidade de uma emissora realizar uma oferta no âmbito da plataforma, o que permitirá o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* para outras empresas, mais maduras, que tampouco possuem opções de financiamento barato no mercado.

a. *Comentário Stocche Forbes*

39. Antes da edição da ICVM 588, as empresas de pequeno porte possuíam, como opção factível de acesso ao mercado de capitais, a possibilidade de emissão de CICs, nos termos da ICVM 296, até o limite R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), valor acima do qual as emissoras estariam obrigadas a solicitar o registro de companhia aberta perante a CVM. Sob o regime daquela instrução, entretanto, cada emissão pública de CICs estava sujeita ao prévio registro perante a CVM, conforme art. 3º da ICVM 296⁶.

40. Com o advento da ICVM 588, as empresas de pequeno porte receberam uma outra opção de acesso ao mercado de capitais, por meio de emissões realizadas por meio de plataformas devidamente autorizadas a funcionar pela CVM. Apesar de dispensadas de registro, tais emissões públicas passaram a contar com exigências informacionais mais extensas e completas, conforme reconhecido pelo próprio Edital de Audiência Pública.

41. Ocorre que, a despeito do aprimoramento do regime informacional para ofertas de empresas de pequeno porte no mercado de capitais, o limite permitido de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), disposto na ICVM 296 para emissões de CIC sem a necessidade de registro do emissor, não foi elevado ou aprimorado pela ICVM 588.

42. Anteriormente, uma sociedade poderia realizar uma única captação de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), com base em norma atualizada no ano de 2001, com um cenário econômico e de desenvolvimento do mercado de capitais extremamente diferente do atual.

⁶ “Art. 3º. Nenhuma emissão pública de títulos ou contratos de investimento coletivo poderá ser distribuída no mercado sem prévio registro na CVM, que será condicionado ao cumprimento das seguintes obrigações: (NR)”

43. Já na atual norma de *crowdfunding*, editada na metade do ano de 2017, a permissão é de captações limitadas apenas a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) por operação – ainda que com a possibilidade de realização de nova oferta dentro do prazo de 120 dias –, montante que parece não condizer com uma economia e um mercado de capitais mais avançados e consolidados. Neste sentido, sugerimos a ampliação do limite máximo de cada captação, previsto no art. 3º, inciso I, da ICVM 588, para, no mínimo, R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

44. Adicionalmente, outro limite previsto na ICVM 588 que parece não acompanhar as necessidades do mercado e limita o acesso de empresas mais maduras que também carecem de opções de financiamento via mercado de capitais é o limite de receita bruta anual, hoje fixado em R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

45. Isso porque, além das sociedades empresárias de pequeno porte, abarcadas pelas regras da ICVM 588, outras sociedades com estágio um pouco mais maduro de desenvolvimento também vêm encontrando dificuldades de financiamento a preços acessíveis no mercado em que atuam. Experiências práticas com participantes de mercado apontam que a indústria de *private equity* brasileira possui atuação na análise de potenciais investimentos apenas em empresas com receita bruta anual na faixa de R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais) a R\$ 25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais), razão pela qual empresas abaixo deste patamar, mas com receita bruta superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) acabam alijadas do mercado de capitais e obrigadas a buscar financiamentos com taxas mais elevadas fora do mercado de capitais.

46. O modelo de captação por plataformas de *crowdfunding* seria, também para essas empresas, uma excelente oportunidade de acesso ao mercado de capitais e de capitalização para desenvolvimento de suas atividades a custos muito menores. Ao passo que esta mudança traria uma grande oportunidade de desenvolvimento de mercado, ela tampouco é acompanhada de riscos maiores aos investidores, uma vez que empresas em estágios mais maduros de desenvolvimento tendem a apresentar riscos substancialmente menores em suas atividades, além de possuírem melhores condições de reporte de informação.

47. Portanto, sugerimos que o limite previsto no art. 2º, inciso III, da ICVM 588 seja ampliado englobar empresas com receita bruta anual na casa dos R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais).

48. Caso esta D. CVM seja da opinião de que o mercado de *crowdfunding* ainda necessite de um período maior de avaliação até que o limite de receita bruta seja ampliado, sugerimos que esta alteração seja, desde já, realizada de forma progressiva, com a autorização

de acesso de empresas com receita bruta anual superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apenas para investidores qualificados, passando a plataforma a ser responsável pela checagem da aderência destes investidores.

49. Conforme explorado na seção II acima, investidores qualificados, pela experiência e capacidades técnicas e econômicas em assuntos relacionados a investimentos em mercado de capitais, necessitam de proteção substancialmente menor do órgão regulador quando comparados a investidores de varejo. Para estes investidores, a análise das atividades de empresas ligeiramente mais consolidadas do que as sociedades empresárias de pequeno porte é perfeitamente plausível dentro do arcabouço informacional e de proteção já presente na ICVM 588, razão pela qual a alteração proposta seria possível com um ajuste pontual da regra, permitindo ganho exponencial de desenvolvimento de mercado sem o aumento injustificado dos riscos dos investidores, ambas finalidades da reforma que se discute com este Edital de Audiência Pública.

b. Proposta de redação

50. Pelo exposto, propõe-se que seja ampliado o limite máximo por captação, previsto no art. 3º, inciso I, da ICVM 588:

“Art. 20. O art. 3º da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017, passa a vigorar com a seguinte redação:

[...]

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)~~ R\$ 10.000.000,00 (dez 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; [...]”

51. Adicionalmente, propõe-se que seja também ampliado o limite de receita bruta anual para caracterização de uma sociedade empresária de pequeno porte, previsto no art. 2º, inciso III, da ICVM 588, nos seguintes termos:

“Art. 20. O art. 2º da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017, passa a vigorar com a seguinte redação:

Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições: [...]

III – sociedade empresária de pequeno porte: sociedade empresária constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com receita bruta anual de até R\$ ~~10.000.000,00 (dez milhões de reais)~~ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM; [...]"

52. Alternativamente, caso esta D. CVM seja da opinião de que o mercado de *crowdfunding* brasileiro necessita de maior amadurecimento até a ampliação do limite de receita bruta anual máximo, sugere-se que seja o limite ampliado apenas para ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificado, mediante a inclusão dos parágrafos §8º e §9º no art. 2º da ICVM 588, conforme proposta abaixo:

“Art. 20. O art. 2º da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017, passa a vigorar com a seguinte redação:

Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições: [...]

III – sociedade empresária de pequeno porte: sociedade empresária constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM; [...]

§8º Em caso de realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedade empresária de pequeno porte distribuída, nos termos desta Instrução, apenas a investidores qualificados, o limite máximo de receita bruta anual estabelecido no inciso III acima é estendido para até R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais), apurado no exercício social encerrado no ano anterior à oferta, desde que a sociedade empresária de pequeno porte não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM.

§9º Em caso de utilização da exceção prevista no §8º acima, fica a plataforma responsável pela checagem da aderência do investidor à condição de investidor qualificado ou profissional, nos termos da regulamentação aplicável.”

*_*_*

Sendo o que havia para o momento, reiteram-se os votos de elevada estima e consideração e coloca-se à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

STOCHE FORBES

ADVOGADOS

Atenciosamente,

STOCHE FORBES ADVOGADOS