

Belo Horizonte, 24 de julho de 2020.

À

**Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado**

Rua Sete de Setembro, nº 111, 2-5º e 23-34º andares
Centro – Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901

Enviado via e-mail ao endereço: audpublicaSDM0220@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2020 (“Edital”)

Prezados Senhores,

O Freitas Ferraz Capuruço Braichi Riccio Advogados (“Freitas Ferraz”), em atenção ao disposto no Edital, vem, por meio da presente, apresentar sugestões e comentários à minuta de instrução que altera a Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 (“ICVM 588”), 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 (“Minuta”).

Gostaríamos de elogiar, preliminarmente, o relevante trabalho realizado pela Superintendência de Desenvolvimento do Mercado da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) na elaboração da Minuta. Após dois anos do marco regulatório que introduziu o *crowdfunding* de investimento (“Crowdfunding”) no Brasil, observou-se um considerável crescimento da modalidade no país e, como consequência, a necessidade de realizar adequações regulatórias visando manter a expansão do *Crowdfunding*, observando os interesses dos diversos agentes do mercado.

Assim, a Minuta proposta evidenciou o compromisso da CVM em aprimorar a ICVM 588, com o objetivo de atender anseios dos agentes do mercado de *Crowdfunding* e, paralelamente continuar zelando pela proteção dos investidores. Dentre as principais alterações propostas, vale destacar e elogiar a expansão dos limites das ofertas, a flexibilização das restrições relativas à publicidade e a possibilidade de realização de intermediação secundária pelas plataformas.

Assim, tendo em vista a importância da regulação proposta, apresentamos adiante comentários e sugestões em relação à Minuta, com o objetivo de agregar a experiência prática e teórica do

Freitas Ferraz em relação à matéria, os quais levaram em conta também as discussões realizadas com agentes do mercado de *Crowdfunding*.

As sugestões e comentários serão apresentados nos quadros a seguir, de acordo com a ordem sequencial do Edital. Conforme requerido no Edital, inicialmente será apontada a redação proposta pela Minuta, seguida de comentários e fundamentos que deram origem à sugestão de redação para cada dispositivo.

1. EXPANSÃO DOS LIMITES

Aumento do Limite Máximo de Captação
Redação proposta pela Minuta
<p>Art. 3º (...)</p> <p>I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a 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; (...)</p> <p>§3º Para os efeitos do inciso I do caput, na hipótese em que já tenha sido previamente utilizada no ano-calendário a dispensa de registro de oferta pública nos termos desta Instrução, por meio da mesma ou de outra plataforma registrada, o somatório do valor total de captação da oferta atual com os montantes captados anteriormente pela sociedade empresária de pequeno porte não pode exceder o valor de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).</p>
Comentários do Freitas Ferraz
<p>A primeira alteração proposta no Edital trata do aumento do limite máximo de captação, de R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais) para R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais). A CVM fundamentou sua proposta em relação ao novo limite diante do fato de que poucas ofertas de <i>Crowdfunding</i> atingiram o referido limite.</p> <p>A proposta de aumento do limite máximo de captação, aliado ao aumento dos demais limites, certamente vai ampliar e permitir o acesso do <i>Crowdfunding</i> por novos emissores. No entanto, a prática relacionada às operações de captação de recursos privados e via ofertas registradas perante a CVM deixa evidente que há uma grande lacuna entre os emissores que podem acessar o mercado de <i>Crowdfunding</i> e os emissores que conseguem acessar as vias tradicionais de captação pública de recursos.</p>

Diante desse cenário, um aumento ainda mais relevante dos limites de captação permitiria a utilização do *Crowdfunding* por diversos emissores que ainda não têm capacidade financeira suficiente para acessar as vias tradicionais de captação pública e, ao mesmo tempo, têm operações que demandam a captação recursos que excederiam o limite de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais).

Em outros mercados, podemos citar que a *European Securities and Markets Authority* está desenvolvendo uma regulação com uma proposta de permitir a captação de até € 5.000.000,00 (cinco milhões de euros), que, na cotação atual, corresponde a um limite de aproximadamente R\$30.000.000,00 (trinta milhões de reais), teto este que já era praticado por países como a Áustria, Itália e Portugal¹.

Pelo exposto, sugerimos elevar o valor alvo máximo de captação para R\$30.000.000,00 (trinta milhões de reais). Além de permitir o acesso por mais emissores, gerando maior estímulo ao mercado, o limite proposto deixará menos próxima a necessidade de uma nova revisão da norma, contribuindo também para evitar os custos decorrentes desse processo.

Proposta de Redação do Freitas Ferraz

Art. 3º (...)

I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a ~~R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)~~ R\$ 30.000.000,00 (trinta 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; (...)

§3º Para os efeitos do inciso I do **caput**, na hipótese em que já tenha sido previamente utilizada no ano-calendário a dispensa de registro de oferta pública nos termos desta Instrução, por meio da mesma ou de outra plataforma registrada, o somatório do valor total de captação da oferta atual com os montantes captados anteriormente pela sociedade empresária de pequeno porte não pode exceder o valor de ~~R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)~~ R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).

¹ *Current State of Crowdfunding in Europe – An Overview of the Crowdfunding Industry in more than 25 Countries: Trends, Volumes & Regulations*. Disponível em <https://www.crowdfundinghub.eu/current-state-of-crowdfunding-in-europe-2016/>

Aumento da Receita Bruta Anual Máxima

Redação proposta pela Minuta

Art. 2º (...)

III – sociedade empresária de pequeno porte: sociedade empresária constituída no Brasil, não registrada como emissor de valores mobiliários junto à CVM, e com receita bruta anual, apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta de até R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais); (...)

§ 3º Na hipótese da sociedade empresária de pequeno porte ser controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, a receita bruta consolidada anual do conjunto de entidades que estejam sob controle comum não pode exceder R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) no exercício social encerrado no ano anterior à oferta.

Comentários do Freitas Ferraz

O Edital propõe o aumento do limite da receita bruta anual para fins de caracterização da sociedade empresária de pequeno porte de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) para R\$30.000.000,00 (trinta milhões de reais) e, em se tratando de sociedade integrante de grupo econômico, estabelece o limite de R\$60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) de receita bruta consolidada anual. Assim como comentado em relação ao aumento do limite máximo de captação, o aumento proposta da receita bruta anual máxima certamente ampliará o acesso de novos emissores ao *Crowdfunding*.

No entanto, entendemos que o objetivo da CVM com as regras relativas aos limites (que estão sendo expandidos) consiste na proteção dos agentes do mercado de *Crowdfunding*, especialmente a proteção dos investidores. Na nossa opinião, a regra que limita o acesso de emissores com maior receita bruta anual pode ir na contramão do objetivo de proteção dos investidores. Em regra, emissores com maior receita bruta anual tendem a ter maiores condições de arcar com as obrigações assumidas em uma oferta de *Crowdfunding*, o se traduz em uma maior proteção aos investidores.

Tendo em vista que o Edital propõe um limite máximo de captação de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), ao estabelecer o limite de receita bruta anual em R\$30.000.000,00 (trinta milhões de reais), a captação máxima poderia representar uma obrigação (passivo) com valor equivalente a 1/3 (um terço) da receita bruta anual do emissor. Provavelmente, sem entrar no

mérito da lucratividade, um emissor com maior receita bruta anual tende a ter mais condições de cumprir as obrigações decorrentes de uma oferta.

No que diz respeito ao cenário internacional, é importante destacar que a maioria das regulações não impõem um limite máximo de faturamento para que as empresas possam captar recursos via plataformas de *Crowdfunding*. Como base, podemos dizer que grande parte dos países membros da União Europeia não estabelecem esse tipo de limitação, conforme é possível verificar através do estudo citado anteriormente².

Apesar do exposto, também reconhecemos a necessidade de evolução gradativa da norma, para fins de verificação dos efeitos práticos e das mudanças no mercado. Nesse sentido, entendemos que seria válido propor um limite superior ao proposto pelo Edital.

O Parágrafo Único do art. 3º da Lei nº 11.638/2007, que estende determinadas obrigações aplicáveis às sociedades anônimas às sociedades de grande porte, considera como de grande porte a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais).

Tomando como base os critérios da Lei nº 11.638/2007, sugerimos a adoção dos mesmos limites, quais sejam, de ativo total superior a R\$240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais).

Proposta de Redação do Freitas Ferraz

Art. 2º (...)

III – sociedade empresária de pequeno porte: sociedade empresária constituída no Brasil, não registrada como emissor de valores mobiliários junto à CVM, e com ativo total de até R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e receita bruta anual, apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta de até ~~R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)~~ R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais); (...)

² *Current State of Crowdfunding in Europe – An Overview of the Crowdfunding Industry in more than 25 Countries: Trends, Volumes & Regulations*. Disponível em <https://www.crowdfundinghub.eu/current-state-of-crowdfunding-in-europe-2016/>

§ 3º Na hipótese da sociedade empresária de pequeno porte ser controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, o conjunto de entidades que estejam sob o controle comum não poderá ter o ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) e a receita bruta consolidada anual ~~do conjunto de entidades que estejam sob controle comum não pode exceder superior a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais)~~ no exercício social encerrado no ano anterior à oferta.

2. PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES

Escrituração dos Valores Mobiliários

Redação proposta pela Minuta

Art. 19 (...)

XV – assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração, conforme regulamentação específica da CVM. (...)

Art. 20 (...)

V – a contratação e manutenção, pelo emissor, dos serviços de escrituração dos valores mobiliários de emissão da sociedade empresária de pequeno porte, conforme regulamentação específica.

Anexo 8 da Instrução CVM nº 588

Seção 1. (...)

h) identificação do prestador do serviço de escrituração dos valores mobiliários.” (NR)

Comentários do Freitas Ferraz

Com o propósito de aumentar a segurança associada à titularidade dos valores mobiliários ofertados, considerando também a proposta de permitir a intermediação de compra e venda de valores mobiliários pelas plataformas, a CVM propõe que a escrituração passe a ser exigida do emissor desde o momento da oferta pública e durante toda a existência do valor mobiliário ofertado. Tal obrigação atribuída ao emissor e a plataforma terá a função de garantir o cumprimento dessa obrigação previamente à oferta.

Além disso, a Minuta propõe a alteração da Instrução CVM nº 543, de 20 de dezembro de 2013 (“ICVM 543”), para permitir que o serviço de escrituração de valores mobiliários possa ser

prestado por pessoas jurídicas que não sejam instituições financeiras. Assim, a CVM passa a permitir que as próprias plataformas prestem o serviço de escrituração, desde que estejam devidamente autorizadas nos termos da ICVM 543.

No entanto, apesar da importância de buscar formas de aperfeiçoar o controle sobre a titularidade dos valores mobiliários, aumentando a segurança para os investidores, entendemos que a exigência pretendida, caso aplicada para todos os emissores, deve inviabilizar diversas ofertas por emissores de menor porte, que são justamente o principal foco da norma.

Atualmente, os serviços de escrituração de valores mobiliários possuem um elevado custo de contratação e manutenção. Apesar de ser relevante a alteração da ICVM 543, que tende a reduzir esses custos ao permitir que os referidos serviços sejam prestados por pessoas jurídicas que não sejam instituições financeiras, não há garantias ou previsão de que essa redução de custos ocorra no curto e médio prazo.

Vale ressaltar, ainda, o baixo histórico de reclamações de investidores em relação à atuação das plataformas, bem como a inócuência de fraudes, conforme informado na Minuta pela própria CVM.

No entanto, considerando principalmente a ampliação dos limites referentes à oferta, bem como a proposta de permitir a intermediação de compra e venda de valores mobiliários pelas plataformas, entendemos ser válida a exigência em relação aos emissores de maior porte e àqueles cujos valores mobiliários sejam objeto de intermediação secundária.

Para tanto, entendemos como razoável a manutenção da exigência de escrituração dos valores mobiliários somente para: (i) os emissores que apresentarem receita bruta anual superior a R\$30.000.000,00 (trinta milhões de reais) no exercício social encerrado no ano anterior à oferta; e (ii) os emissores que possuam valores mobiliários objeto das atividades de intermediação secundária.

Proposta de Redação do Freitas Ferraz

Art. 19 (...)

XV – assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração, conforme regulamentação específica da CVM, quando o emissor:

- a) apresentar receita bruta anual superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais) no exercício social encerrado no ano anterior à oferta; ou
- b) possuir valores mobiliários objeto das atividades de intermediação secundária. (...)

Art. 20 (...)

V – a contratação e manutenção, pelo emissor, dos serviços de escrituração dos valores mobiliários de emissão da sociedade empresária de pequeno porte, nas hipóteses exigidas pelo art. 19, inciso XV, desta Instrução ~~conforme regulamentação específica.~~

Anexo 8 da Instrução CVM nº 588

Seção 1. (...)

h) identificação do prestador do serviço de escrituração dos valores mobiliários, quando aplicável.” (NR)

Obrigatoriedade de Auditoria das Demonstrações Financeiras

Redação proposta pela Minuta

Anexo 8 da ICVM 588

Seção 1. (...)

e) demonstrações contábeis elaboradas de acordo com a legislação vigente, sendo que, para as sociedades com receita bruta anual superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), as demonstrações devem ser auditadas por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários;

Comentários do Freitas Ferraz

A Minuta propôs uma série de ajustes no conteúdo das informações das sociedades empresárias de pequeno porte que realizarem ofertas por meio de *Crowdfunding*. Dentre esses ajustes, a CVM propõe a obrigatoriedade de auditoria das demonstrações financeiras dos emissores que tenham receita bruta anual superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), devendo ser realizada por auditor independente registrado na CVM.

Conforme comentários à obrigação de escrituração dos valores mobiliários, os custos atrelados à contratação de auditor independente registrado na CVM por emissores com receita bruta

anual superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) dificultarão o acesso de diversos emissores ao *Crowdfunding*.

Por outro lado, considerando que a auditoria das demonstrações financeiras se trata de um importante mecanismo para dar segurança e acesso à informação aos investidores, entendemos ser válida a referida exigência. A título de exemplo, a Lei 11.638/2007 só estabelece a obrigação de auditoria independente às sociedades com ativo total superior a R\$240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais). Naturalmente, tendo em vista que o *Crowdfunding* diz respeito à captação pública de recursos, faz sentido que a exigência em relação à auditoria independente seja mais rígida que aquela prevista na Lei 11.638/2007.

Diante disso, sugerimos que a exigência de auditoria das demonstrações financeiras se aplique aos emissores que tenham apurado receita bruta anual superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais) no exercício social encerrado no ano anterior à oferta.

Além disso, a redação da alínea “e” da Seção 1 do Anexo 8 da Minuta não estabelece o momento de verificação da receita bruta anual para fins de aplicação da exigência de auditoria das demonstrações financeiras. Nesse ponto, sugerimos que seja verificada a receita bruta anual do exercício social imediatamente anterior ao da oferta.

Proposta de Redação do Freitas Ferraz

Anexo 8 da ICVM 588

Seção 1. (...)

(...)

e) demonstrações contábeis elaboradas de acordo com a legislação vigente, sendo que, para as sociedades com receita bruta anual superior a ~~R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais)~~ R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais) no exercício social imediatamente anterior ao da oferta, as demonstrações devem ser auditadas por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários;

FREITAS FERRAZ CAPURUÇO BRAICHI RICCIO ADVOGADOS