

Belo Horizonte/MG, 24 de julho de 2020

À **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** ("CVM")

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar

Rio de Janeiro/RJ

CEP 20.050-901

e-mail audpublicaSDM0220@cvm.gov.br

Att.: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Ref.: *Edital de Audiência Pública SDM 02/2020. Revisão da Instrução CVM n.º 588, de 13 de julho de 2017. Comentários e Sugestões.*

Prezados(as) Senhores(as),

Considerando o Edital de Audiência Pública SDM n.º 02/2020 ("Edital"), apresentamos nossos comentários e sugestões à minuta proposta ("Minuta") para alteração da Instrução CVM n.º 588, de 13 de julho de 2017, 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 ("ICVM 588").

Nossa contribuição tem como fundamento a experiência acumulada no constante assessoramento a nossos clientes no mercado de capitais. As alterações propostas, ao nosso ver, conferirão maior eficiência às operações tratadas pela ICVM 588, bem como garantirão maior liquidez aos valores mobiliários ali contemplados, colaborando, portanto, na solidificação do crescente mercado de *crowdfunding* de investimentos no país.

Para melhor compreensão de nossas propostas, as apresentamos em quadros em que comparamos (i) o texto atualmente vigente da ICVM 588, (ii) o texto da Minuta e (iii) o texto com nossas sugestões, divididos de acordo com os itens da Minuta aos quais propomos mudanças. Abaixo de cada quadro estão as justificativas acerca da alteração proposta.

Este documento é signo de nosso apoio à Comissão quanto à revisão da ICVM 588 proposta no Edital, que merece nossos mais sinceros cumprimentos por ser clara a intenção de aprimoramento constante da regulamentação, trazendo eficiência ao mercado de capitais brasileiro. Soma-se a isso nossa compreensão de que a modernização, detalhamento e ampliação das diretrizes da ICVM 588 conferirá maior popularidade ao *crowdfunding* de investimentos, fazendo com que, de um lado, mais sociedades empresárias de pequeno porte, cuja importância para nossa economia é indiscutível, possam ter acesso ao capital e, por outro, que o investidor tenha novas oportunidades de aplicação de seu patrimônio.

Colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

**OLIVEIRA DRUMOND ADVOGADOS**

<b>1. Limites de Receita Bruta Consolidada Anual Máxima</b> <b>Art. 2º, III e §3º</b> <b>Sugestão de alteração na redação do §3º</b>		
<b>Texto Atual</b>	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Sugerido</b>
<p>Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:</p> <p>[Definições nas alíneas I a VI]</p> <p>[...]</p> <p>§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\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) no exercício social encerrado no ano anterior à oferta.</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:</p> <p>[Definições nas alíneas I a VI]</p> <p>[...]</p> <p>§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 <del>R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)</del> R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) no exercício social encerrado no ano anterior à oferta.</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:</p> <p>[Definições nas alíneas I a VI]</p> <p>[...]</p> <p>§3º Na hipótese da sociedade empresária de pequeno porte ser controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, <b>além da necessidade de que se observe o limite a que se refere o inciso III do caput</b>, 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.</p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b> A proposta de alteração tem o intuito de evitar possíveis conflitos de interpretação quanto às restrições de utilização do <i>crowdfunding</i> quando o emissor for controlado por pessoa jurídica ou fundo de investimento. Ocorre que, no caso das sociedades controladas, a ICVM 588 determina que o limite de receita bruta anual é aplicável a todo o grupo econômico – isto é, engloba a receita bruta do controlador, do emissor e eventualmente de outras sociedades que também estejam sob esse controle comum. Pode surgir, então, uma dúvida: ao considerar o limite de receita bruta anual do grupo, há que se observar, também, o limite de receita bruta anual do emissor, de forma cumulativa? Em outras palavras, o emissor deve ter receita bruta anual máxima de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais) ao mesmo tempo em que o grupo econômico, considerado como um todo, deve respeitar o limite de R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais)? Pelo contexto supramencionado, entendemos que sim. Portanto, o ajuste sugerido busca evitar possíveis interpretações no sentido de que bastaria observar o limite de receita do grupo econômico, independentemente de quanto fatura o emissor isoladamente.</p>		

<b>2. Direito de Desistência do Investidor ("Cooling Off")</b>		
<b>Art. 3º, III</b>		
<b>Revogação do inciso III do <i>caput</i> do art. 3º</b>		
<b>Texto Atual</b>	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Sugerido</b>
<p>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:</p> <p>[...]</p> <p>III – deve ser garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo, 7 (sete) dias contados a partir da confirmação do investimento, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades quando solicitada antes do encerramento deste período;</p> <p>[...]</p>	<p>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:</p> <p>[...]</p> <p>III – deve ser garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo, <del>7 (sete)</del> 5 (cinco) dias contados a partir da confirmação do investimento, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades quando solicitada antes do encerramento deste período;</p> <p>[...]</p>	<p>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:</p> <p>[...]</p> <p><del>III – deve ser garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo, 5 (cinco) dias contados a partir da confirmação do investimento, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades quando solicitada antes do encerramento deste período;</del></p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b> Ainda que seja louvável a redução do período de <i>cooling off</i> de 7 (sete) para 5 (cinco) dias, entendemos que tal prerrogativa é um cheque em branco a aventureiros e/ou meros curiosos, além de, adicional e conseqüentemente, trazer insegurança à sociedade emissora quanto ao atingimento ou não dos valores alvo (mínimo e máximo) da oferta.</p> <p>Esse argumento é corroborado pela análise do artigo 5º, II<sup>1</sup> da própria ICVM 588. Ora, mantida a possibilidade de desistência, até o último segundo do último dia do prazo de captação a sociedade emissora se verá em posição de incerteza sobre o alcance das metas estipuladas na oferta, vez que, repentinamente, valores que estão ali indicados podem ser retirados pelo investidor.</p>		

<sup>1</sup> Art. 5º A distribuição de oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo registrada na CVM, devendo ser observados os seguintes procedimentos: [...] II – para cada oferta em andamento, a plataforma deve manter, nos termos do art. 18, uma página na rede mundial de computadores, nos programas, aplicativos ou outros meios eletrônicos disponibilizados, informando o montante total correspondente ao investimento confirmado, de modo que seja possível comparar diariamente este valor com os valores alvo mínimo e máximo de captação; [...].

Pega-se, ainda, emprestada a sistemática do direito de desistência presente na ICVM n.º 400/2003, em seu artigo 45, §4º<sup>2</sup>; ali, a desistência não é regra, mas, sim, exceção, ocorrendo apenas caso (i) o Prospecto estipule tal direito; ou (ii) o Prospecto Preliminar seja robustamente divergente do Prospecto Definitivo.

Voltando às ofertas públicas em *crowdfunding*, não há a possibilidade de divulgação de “Oferta Preliminar” e “Oferta Definitiva”, mas apenas da última, sendo totalmente vinculante, em todos os seus pontos.

Adicionalmente, mediante a acertada inclusão, na Minuta, da possibilidade negociação desses valores mobiliários em mercado secundário, via plataforma, entendemos pela completa desnecessidade do período de *cooling off*. Se antes tal prerrogativa poderia ser entendida como método de proteção ao investidor ante à baixa liquidez desses ativos, agora, com a possibilidade de negociação com outros investidores via plataforma, deve-se primar pela obrigatoriedade de o investidor aportar os recursos ofertados e, caso deseje desinvestir, o faça, via plataforma, no mercado secundário. Nota-se que o direito de desistência, conforme existe, é não só um entrave à segurança do sucesso da captação, mas, também, ao sucesso do mercado secundário que está prestes a ser concebido.

É, portanto, desnecessário o direito de desistência tal como regula a Minuta. Se a oferta, nos termos do artigo 5º, é vinculativa e obriga a sociedade emissora em todos os seus termos e condições, o aceite do investidor não deve garantir a ele direito de arrependimento posterior e gratuito. Nessa sistemática, a única lesada seria, potencialmente, a sociedade emissora. Caso, posteriormente, quaisquer das condições divulgadas pela oferta sejam desrespeitadas, naturalmente os investidores, na forma da lei, poderão pleitear a devolução dos montantes investidos, situação que, por ser excepcional, não deve ser tida como regra.

---

<sup>2</sup> Art. 45. É admissível o recebimento de reservas para subscrição ou aquisição de valores mobiliários objeto de oferta pública, desde que: [...] §4º Mesmo que o Prospecto não estipule a possibilidade de desistência do pedido de reservas, esta poderá ocorrer, sem ônus para o subscritor ou adquirente, caso haja divergência relevante entre as informações constantes do Prospecto Preliminar e do Prospecto Definitivo que altere substancialmente o risco assumido pelo investidor ou a sua decisão de investimento;

<b>3. Confirmação de Investimento</b> <b>Art. 3º, §2º</b> <b>Adequação de redação e uniformização de conceito na Instrução</b>		
Texto Atual	Texto da Minuta	Texto Sugerido
<p>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:</p> <p>[...]</p> <p>§ 2º A confirmação de investimento a que se refere o inciso III corresponde a uma ação do investidor, em que ele se compromete firmemente a participar da oferta, por meio da:</p> <p>I – transferência de recursos; ou</p> <p>II – assinatura do contrato de investimento.</p> <p>[...]</p>	<p><i>[não houve proposta de alteração]</i></p>	<p>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:</p> <p>[...]</p> <p>§ 2º A confirmação de investimento <del>a que se refere o inciso III</del>, para os fins desta Instrução, corresponde a uma ação do investidor, em que ele se compromete firmemente a participar da oferta, por meio da:</p> <p>I – transferência de recursos; ou</p> <p>II – assinatura do contrato de investimento.</p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b> Esta alteração tem como objetivo não só atualizar a redação da Minuta para que esteja em conformidade com as alterações aqui sugeridas (considerando que indicamos a revogação do artigo 3º, III, ao qual o Texto Atual do artigo 3º, §2º faz expressa menção), mas também uniformizar o</p>		

conceito de “confirmação de investimento”, o qual é repetidamente utilizado na Minuta nos seguintes dispositivos: artigo 5º, II (vide nota de rodapé nº 1); artigo 7º, §1º<sup>3</sup>; artigo 11, §2º, IV<sup>4</sup>; artigo 19, III, d; artigo 19, IV<sup>5</sup>; e artigo 25, I, a<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Art. 7º A plataforma deve divulgar imediatamente a suspensão ou o cancelamento da oferta pelos mesmos meios usados para a divulgação da oferta. § 1º A plataforma deve dar conhecimento da suspensão ou do cancelamento, por meio de comunicação, aos investidores que já tenham confirmado o investimento, facultando-lhes, na hipótese de suspensão, a possibilidade de revogar o investimento até o quinto dia útil posterior ao recebimento da respectiva comunicação. [...].

<sup>4</sup> Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente por meio de página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores. [...]§ 2º É permitido à sociedade empresária de pequeno porte, ao investidor líder e à plataforma, seus sócios, administradores e funcionários divulgar e promover a oferta por meio de contatos, encontros e eventos, presenciais ou pela rede mundial de computadores, desde que observados os seguintes requisitos: [...]IV – não haja confirmação de investimento no local ou em ambiente eletrônico distinto do da plataforma. [...].

<sup>5</sup> Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem: [...]III – manter registros da participação de cada investidor nas ofertas conduzidas, incluindo: [...]d) data da confirmação do investimento, conforme art. 3º, § 2º, e [...]IV – obter do investidor, previamente à confirmação do investimento, a assinatura de termo de ciência de risco, declarando que teve acesso às informações essenciais da oferta pública, em especial aos alertas de risco, e que está ciente: [...].

<sup>6</sup> Art. 25. A plataforma deve preparar um material didático visando orientar os interessados neste tipo de oferta e contendo informações sobre: I – os procedimentos da oferta, incluindo: a) a forma de confirmação do investimento; [...].

<p align="center"><b>4. Negociação, via mercado secundário, dos valores mobiliários frutos de distribuição pública</b>  <b>Art. 28, X, §§4º e 5º</b>  <b>Sugestão de alteração na redação dos §§4º e 5º</b></p>		
<b>Texto Atual</b>	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Sugerido</b>
<p>Art. 28. Na condução de suas atividades, as plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários não podem:</p> <p>[...]</p> <p>X – realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários;</p> <p>XI – realizar a guarda dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores;</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 28. Na condução de suas atividades, as plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários não podem:</p> <p>[...]</p> <p>X – realizar atividades de intermediação secundária de valores <del>mobiliários</del>, <b>ressalvados os §§ 4º e 5º</b>;</p> <p>XI – realizar a guarda dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores, <del>exceto se autorizada pela CVM nos termos da regulamentação específica</del>;</p> <p><b>§ 4º A vedação prevista no inciso X do caput não se aplica à intermediação, pelas plataformas eletrônicas de investimento participativo, de transações de compra e venda entre titulares de valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte cujas ofertas públicas de distribuição tenham sido realizadas no ambiente da plataforma.</b></p> <p><b>§ 5º Para executar a atividade mencionada no § 4º, a plataforma deve:</b></p>	<p>Art. 28. Na condução de suas atividades, as plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários não podem:</p> <p>[...]</p> <p>X – realizar atividades de intermediação secundária de valores <b>mobiliários</b>, <b>ressalvados os §§ 4º e 5º</b>;</p> <p>XI – realizar a guarda dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores, <b>exceto se autorizada pela CVM nos termos da regulamentação específica</b>;</p> <p><b>§ 4º A vedação prevista no inciso X do caput não se aplica à intermediação, pelas plataformas eletrônicas de investimento participativo, de transações de compra e venda <del>entre titulares de</del> relativas aos valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte cujas ofertas públicas de distribuição tenham sido realizadas no ambiente da plataforma.</b></p> <p><b>§ 5º Para executar a atividade mencionada no § 4º, a plataforma deve:</b></p>

	<p>I – restringir as transações aos valores mobiliários objeto de escrituração, nos termos da regulamentação específica;</p> <p>II – assegurar-se que o vendedor é titular dos valores mobiliários;</p> <p>III – assegurar-se que o comprador também adquiriu valor mobiliário da mesma sociedade empresária de pequeno porte em oferta pública na plataforma;</p> <p>IV – adotar as medidas necessárias para a transferência de titularidade do valor mobiliário objeto da negociação; e</p> <p>V – manter histórico de volume e preço das negociações realizadas para cada sociedade empresária de pequeno porte disponível para os investidores do mesmo valor mobiliário e para a CVM.</p>	<p>I – restringir as transações aos valores mobiliários objeto de escrituração, nos termos da regulamentação específica;</p> <p>II – assegurar-se que o vendedor é titular dos valores mobiliários;</p> <p><del>III – assegurar-se que o comprador também adquiriu valor mobiliário da mesma sociedade empresária de pequeno porte em oferta pública na plataforma;</del></p> <p><del>IV</del>III – adotar as medidas necessárias para a transferência de titularidade do valor mobiliário objeto da negociação; e</p> <p>IV – manter histórico de volume e preço das negociações realizadas para cada sociedade empresária de pequeno porte <del>disponível para os investidores do mesmo valor mobiliário</del> realizada na plataforma e para a CVM.</p>
<p><b>Justificativa:</b> É pertinente a cautela em limitar o escopo da negociação secundária no âmbito dos valores mobiliários emitidos pelas sociedades empresárias de pequeno porte. Todavia, entendemos que a limitação de negociação apenas entre investidores que participaram das ofertas primárias do mesmo emissor dificulta a consolidação de um mercado secundário em investimentos baseados em <i>crowdfunding</i>.</p> <p>Por exemplo: aquele potencial investidor que, por qualquer motivo, não teve possibilidade de investir na emissão primária de valores mobiliários de uma sociedade empresária de pequeno porte, mas que, após a captação, ainda tem interesse em adquirir aqueles valores mobiliários, não o poderá fazê-lo; da mesma forma, o investidor que o fez e, por qualquer motivo, deseja liquidar seu investimento, enfrentará, na prática, dificuldades enormes em alienar seus ativos. Nota-se, assim, no inédito e interessante mercado secundário a ser implementado pela Minuta, limitações nas duas pontas que enfraquecem o propósito do mercado secundário, além de não conferir liquidez adicional relevante àqueles valores mobiliários que poderiam estar sendo livremente negociados entre interessados, desde que devidamente registrados na plataforma.</p>		



Ao nosso ver, a apresentação, por parte da plataforma, dos dados obrigatórios indicados no inciso V (que, com nossa sugestão, passará a ser o inciso IV) do *caput* do artigo 28, quais sejam o histórico de volume e preço das negociações realizadas por cada uma das sociedades empresárias de pequeno porte emissora de valores mobiliários naquela plataforma, são indicadores que, por si só – e, atrelando-se às demais obrigações da plataforma, como a restrição à negociação de valores mobiliários escriturais – geram a segurança necessária para que um interessado possa adquirir aqueles valores mobiliários.

A sugestão é dada com base na relevantíssima democratização e popularização dos investimentos em produtos alternativos de renda variável que vem ocorrendo no Brasil.

Pautando-nos nas estatísticas trazidas por estudo recente da B3<sup>7</sup>, tem-se que, em 2017 (ano no qual a ICVM 588 foi publicada), o número de pessoas físicas na B3 era de aproximados 600.000 (seiscentos mil); já em março de 2020, tal número saltou para aproximados 1.900.000 (um milhão e novecentos mil) investidores. Percebe-se, então, crescimento na casa dos 216% (duzentos e dezesseis por cento).

Ainda, em 2017, o saldo mediano de investimentos por pessoa física era de aproximados R\$20.000,00 (vinte mil reais) e, atualmente, em 2020, é de aproximados R\$8.000,00 (oito mil reais), indicando, em outras palavras, que cada vez mais pequenos investidores procuram novas alternativas de investimento, sendo o mercado de capitais um novo abrigo do público investidor no geral, e não apenas das elites e/ou instituições especializadas.

Nota-se, também, categoricamente, que a busca por diversificação de portfólio, ou seja, a alocação dos recursos em vários ativos, não cresce apenas entre os mais afortunados, mas também entre aqueles que aportam valores significativamente menores: em 2016, 26% (vinte e seis por cento) dos investidores pessoas físicas possuíam 5 (cinco) ou mais ativos em carteira. Em 2020, 48% (quarenta e oito por cento) deles já possuem. Dentre os investidores pessoas físicas com investimentos totais em até R\$10.000,00 (dez mil reais), 33% (trinta e três por cento) já possuem 5 (cinco) ou mais ativos em carteira.

Fato é que os investidores pessoas físicas desejam buscar opções de investimentos que não aquelas culturalmente adotadas há muito, tendo como contexto óbvio a queda dos juros e, portanto, do rendimento dos produtos clássicos de renda fixa.

É possível afirmar, com certa segurança, que a esmagadora maioria das pessoas físicas que investem por meio da B3 não estudam a fundo as demonstrações financeiras e a solidez das normas de governança corporativa das instituições emissoras dos produtos nos quais estão investindo, mas baseiam-se, sobretudo, (i) no cenário político-econômico do momento e (ii) em uma valoração subjetiva e pessoal acerca do preço daquele valor mobiliário, dados esses indicados obrigatoriamente pela plataforma, conforme disposto no inciso V acima indicado.

<sup>7</sup> B3. *Uma análise da evolução dos investidores pessoas físicas na B3*. Abril de 2020. Disponível em: [http://www.bmf.com.br/portal/pages/newsletter/BMFBOVESPA/Downloads/Estudo\\_PF-final.pdf](http://www.bmf.com.br/portal/pages/newsletter/BMFBOVESPA/Downloads/Estudo_PF-final.pdf). Acesso em 23 de julho de 2020.

Por fim, e como último argumento, entendemos que a já sugerida revogação do direito potestativo e gratuito de desistência (artigo 3º, III), por nós sugerida, amolda-se perfeitamente à consolidação do mercado secundário de valores mobiliários emitidos por sociedades empresárias de pequeno porte, bem como garantirá maior liquidez a esses títulos, vez que, assim – e exatamente como ocorre no mercado de capitais, em geral – a alternativa para o desinvestimento é a negociação no mercado secundário.

Logo, a abertura da possibilidade de negociações secundárias de valores mobiliários emitidos por sociedades empresárias de pequeno porte por meio da plataforma na qual aqueles valores mobiliários foram distribuídos seria, ao nosso ver, grande oportunidade para (i) conferir maior liquidez a esses valores mobiliários, permitindo que mais e mais emissões/distribuições de valores mobiliários dessa natureza ocorram, encorajando novos potenciais emissores e (ii) democratizar, popularizar e, por consequência, concretizar o mercado de investimentos via *crowdfunding*.