

Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2016.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM

A/C Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Rua Sete de Setembro nº 111, 5º andar

20050-901 Rio de Janeiro, RJ

(via e-mail: audpublicaSDM0616@cvm.gov.br)

Ref.: EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 06/2016

Prezados Senhores,

A Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – Seccional do Rio de Janeiro (a "CMCAP/RJ"), foi criada com o objetivo de fomentar o estudo e a discussão de questões jurídicas que envolvem o mercado de capitais.

Em atenção ao Edital em referência (o "Edital"), e no intuito de contribuir com os trabalhos dessa Superintendência, apresentamos a V. Sas. comentários e sugestões sobre a minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores (a "Minuta"). Dada a extensão de temas e sua novidade, apresentamos esta versão inicial, sem prejuízo de posterior complemento e aprimoramento em momento oportuno, o qual poderá ser aceito por essa D.Comissão, ou não, conforme seu juízo de conveniência.

Esperamos que nossas ponderações possam contribuir com o debate e com o melhor interesse de todas as partes envolvidas, felicitando especialmente a iniciativa liderada pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, no contexto das atividades de inestimável importância que vêm sendo desenvolvidas pela Comissão de Valores Mobiliários. Com tal desiderato, permanecemos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos sobre as observações indicadas nesta correspondência, aproveitando o ensejo para renovar nossos protestos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

Flavio Augusto Picchi, Relator

Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos, Membro da Comissão de Mercado de Capitais da OAB/RJ

Carlos Augusto Junqueira, Membro da Comissão de Mercado de Capitais da OAB/RJ

Igor Muniz, Presidente da Comissão de Mercado de Capitais da OAB/RJ

SUMÁRIO

1. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	4
1.1. Os objetivos da nova regulação proposta	4
1.2. O atual marco normativo	4
1.2.1. O início da experiência das emissões de MEs e EPPs.....	4
1.2.2. Observações sobre a aplicação das atuais regras.....	5
1.3. As novas regras propostas	6
1.3.1. O novo conceito de emissor (empreendedor) de pequeno porte	6
1.3.2. Algumas apreciações críticas	6
1.3.3. Ajustes formais de redação	8
1.3.4. Período de interregno (arts. 49-50).....	9
2. ÂMBITO DE APLICAÇÃO: OFERTAS PÚBLICAS	9
2.1. Regime disciplinar: dispensa de registro (art. 1º, caput e § 1º).....	9
2.1.1. A escolha pela dispensa.....	9
2.1.2. Ofertas públicas e ofertas privadas	10
2.1.3. Exercício do poder sancionador pela CVM (arts. 6º e 47)	11
2.2. Requisitos objetivos: valores mobiliários (art. 1º, caput; art. 2º, I).....	13
2.2.1. Definição e situações não reguladas (art. 1º, §§ 1º-2º; art. 2º, § 1º)	13
2.2.2. Condições das ofertas públicas (art. 3º)	14
2.2.3. Verificação de requisitos das captações (art. 3º, § 1º).....	15
2.2.4. Volume sujeito a captação (art. 3º, §§ 2º-3º)	16
2.2.4. Limites objetivos das captações (art. 3º, §§ 4º-7º).....	16
2.2.5. Limites subjetivos das captações (art. 3º, caput, V).....	18
2.3. Requisitos subjetivos: emissores de pequeno porte (art. 1º, caput; art. 2º, III).....	19
2.3.1. Definição e restrições.....	19
2.3.2. Ofertante não emissor	20
2.4. Requisitos formais: intermediação por plataformas (art. 1º, caput; art. 2º, II)	20
2.4.1. Atuação obrigatória ou facultativa?	20
2.4.2. Modelo operacional e de negócios (art. 5º).....	22
2.4.3. As atividades desenvolvidas pelas plataformas.....	23
2.4.4. Exigência de patrimônio líquido mínimo (art. 13, § 1º, I).....	24
3. REALIZAÇÃO DAS OFERTAS	25
3.1. Regime informacional e instrumentação.....	25
3.1.1. Apresentação de informações sensíveis (arts. 9º-11; 18).....	25
3.1.2. Ausência de regras sobre escrituração.....	26
3.1.3. Manutenção de arquivos (art. 38)	27
3.2. Operação das plataformas	27
3.2.1. Autorização de funcionamento (arts. 12-17)	27
3.2.2. Regras de conduta (arts. 18-28).....	28

3.2.3. Comunicação com investidores (art. 29-31).....	28
3.2.4. Suitability (art. 48).....	29
4. DEMAIS PARTICIPANTES.....	30
4.1. Investidor (art. 4º).....	30
4.1.1. Destinação das regras.....	30
4.1.2. Intenções de investimento não vinculantes (art. 3º, III).....	31
4.1.3. Limites de investimento (art. 4º).....	32
4.2. Sindicato de Investimento Participativo (arts. 32-37).....	32
4.2.1. A figura jurídica dos sindicatos	32
4.2.2. Estrutura e operação	33

1. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

1.1. Os objetivos da nova regulação proposta

O exercício da fiscalização permanente do mercado de valores mobiliários decorre das atribuições expressa e limitadamente estabelecidas em lei – no caso, a Lei nº 6.385/76. Essa fiscalização, como bem ressaltado na Seção 1 do Edital, aplica-se (i) às atividades desenvolvidas em tal mercado, (ii) aos serviços que são nele oferecidos, (iii) às informações que lhe são relativas, (iv) às pessoas que nele participam, e (v) aos títulos nele negociados.

A atuação da CVM deve, além de circunscrever-se ao seu mandato legal, observar as diretrizes gerais sobre a ordem econômica estabelecidas em nível constitucional e àquelas também estipuladas na própria Lei nº 6.385/76, em especial as referidas nos seus arts. 2º, § 3º; 4º; 8º; 15, § 1º; 16; 18; e 21, § 6º. E, em especial, respeitada a reserva de regulação ao CMN, de que tratam os arts. 3º e 8º, I, da Lei nº 6.385/76.

1.2. O atual marco normativo

1.2.1. O início da experiência das emissões de MEs e EPPs

Pelo menos nos últimos vinte anos, a CVM vem adotando a permissão de dispensa de registros que lhe cabe efetuar, ou de requisitos ordinariamente necessários para sua concessão, tal como nas Instruções nºs 255 e 332, no caso de emissoras estrangeiras; nº 400, já em sua redação original; nº 461, tratando de mercados regulados; e, em especial, nºs 476, 480 e 482.

O marco normativo aplicável às emissões de valores mobiliários por microempresas (“MEs”) e empresas de pequeno porte (“EPPs”) é o do art. 5º da ICVM 400, com a redação que lhe conferiu a ICVM 482. Foram assim permitidas, com relação a entidades classificadas como MEs e EPPs, três modalidades de dispensas: (i) de registro de emissoras de valores mobiliários, (ii) a de registro da distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários, e (iii) a de contratação de instituição intermediadora que integre o sistema de distribuição de valores mobiliários.

Desde então e até o presente momento, não se tem notícia, ou mesmo qualquer evidência, de irregularidades graves que tenham ocorrido em ofertas públicas de MEs e EPPs. Eventuais ajustes a situações que tenham sido identificadas foram efetuados, graças à diligente atuação da CVM. E, em razão da agilidade e sutileza da regulação aplicável, desde 2014 vêm sendo realizadas ofertas públicas de MEs e EPPs com grande sucesso – mais de cinquenta, segundo informações da própria Autarquia.

No contexto do processo de simplificação e consolidação das regras aplicáveis, a completa dispensa de registros às MEs e EPPs é cabível desde que atendidos mínimos requisitos de material publicitário e limites de captação. Basta, no regime vigente até o momento, a simples comunicação da realização da oferta à CVM antes do início dos esforços de captação (Anexo IX da ICVM 400). Teoricamente não existe um regime intermediário entre este e aquele regular da ICVM 400 – a exemplo do “meio do caminho” de que trata a ICVM 476.

É de se notar que a apresentação mesma do material publicitário não é elemento necessário ou obrigatório à realização da oferta dispensada – numa interpretação até excessivamente literal dos dispositivos introduzidos pela ICVM 482. Compare-se, por exemplo, a hipótese de exigência de adequação das informações de que tratam os arts. 6º-B, § 3º e 39, §§ 2º e 3º, da ICVM 400. Em especial, de prévia aprovação do material publicitário, prevista no art. 51 do mesmo diploma.

O esforço fiscalizador e ordenador do mercado exercido pela CVM conduziu a uma mudança tácita no processo de realização desta modalidade de oferta. Na medida em que a comunicação da realização é encaminhada à CVM previamente, a Autarquia vem solicitando esclarecimentos e alterações ao material publicitário exigido pela formulação da oferta, ainda que objetivamente atendidos os requisitos de que trata o art. 5º, §§ 7º e 8º, da ICVM 400.

1.2.2. Observações sobre a aplicação das atuais regras

A prática conduziu a uma solução regulatória que vem se mostrando essencialmente satisfatória, mas com um fluxo operacional possivelmente diferente do previsto.

O poder de policiamento do mercado imputado à CVM vem sendo exercido de forma a não determinar os termos e condições das ofertas, mesmo porque não lhe cabe tal atribuição. O que incumbe à Autarquia é tomar medidas para alertar ofertantes quanto a fatores de risco que podem ser considerados relevantes às ofertas que realizem.

Daí que, mesmo que as ofertas sejam dispensadas de registro e objeto de merca comunicação prévia à sua realização, nada impede que a CVM solicite acesso prévio ao material publicitário, e sobre ele formule suas observações e sugestões. É neste contexto que se efetivam as eventuais objeções da CVM quanto ao material publicitário. O mandato legal da CVM lhe permite formular essas considerações quanto à efetiva veracidade, completude e consistência das informações veiculadas, ou à imoderação e complexidade da linguagem adotadas.

O resultado é que o mérito e o conteúdo da oferta que se pretende veicular passa por um juízo não apenas formal pela CVM, mas que atinge o conteúdo do material publicitário, da oferta e de sua instrumentação, efetivos mecanismos de controle de mérito da oferta. Em resumo, ocorreu de as emissões de valores mobiliários de MEs e EPPs serem previamente analisadas pela CVM (ou, conforme o caso, terem seus termos ajustados em decorrência dos comentários da Autarquia).

Portanto, a praxe instaurou não exatamente uma dispensa de registro para tais ofertas públicas, mas verdadeira análise prévia para que se qualifica quase como dispensa de requisitos, na medida em que a CVM, ainda que sem tal propósito, entrava no mérito da adequação ou suficiência do material publicitário, inclusive quanto às minutas propostas de títulos a serem emitidos.

Essas considerações levam como pressuposto que esses são efeitos verificados, não constituindo prática intencional ou indevida. Muito ao contrário, foi um importante fator de desenvolvimento da atividade de investment-based crowdfunding, tanto pelo lado dos participantes do mercado quanto do ente regulador.

1.3. As novas regras propostas

1.3.1. O novo conceito de emissor (empreendedor) de pequeno porte

A CVM muito adequadamente indica que o regime das atuais dispensas de requisitos de ofertas públicas para MEs e EPPs vêm sendo empregadas apenas por sociedades limitadas, em virtude das restrições que a própria ICVM 400 impõe – as dispensas podem ser aproveitadas apenas por MEs e EPPs “assim definidas em lei”. Embora se possa discordar da interpretação segundo a qual outros tipos societários estejam excluídos do atual regime, em função de divergências na conceituação legal das características das MEs e EPPs, cabe exclusivamente à CVM definir as condições e hipóteses em que podem ser dispensados ou diminuídos os requisitos registrares de ofertas de valores mobiliários.

A Minuta caminha bem ao desvincular as dispensas à característica de MEs ou EPPs do emissor em causa, corrigindo a corrente distorção de interpretações sobre o âmbito de incidência do regime de dispensa de registro de emissor e de oferta pública. E, ainda, oferecendo um novo conceito de “empreendedor de pequeno porte”, que circunscreve os sujeitos destinatários de tal regime.

1.3.2. Algumas apreciações críticas

Não apenas o Edital, mas também a própria Minuta (art. 1º, caput) estipulam claramente os objetivos de edição de novas regras: assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte dos empreendedores de pequeno porte.

Substancialmente, a solução regulatória na forma apresentada pela Minuta implica algumas maiores consequências: (i) a formulação de exigências tamanhas no regime de dispensa de registro, a ponto de se questionar a viabilidade de sua aplicação ou conveniência de sua adoção nesses termos; (ii) a efetiva transferência da atividade de análise de cumprimento desses

requisitos para as plataformas, que passariam a ter como função conferi-los no contexto de sua diligência como *gatekeeper*; e em decorrência dessa função, (iii) qualquer irregularidade ou descumprimento nos requisitos da oferta dispensada de registro poderiam caracterizar oferta irregular e implicar em responsabilidades.

Em tal cenário, a tendência é de que as plataformas busquem se resguardar dos riscos jurídicos de potencial responsabilidade, e passem a consultar a CVM quanto a questões de mérito da própria oferta, ou sobre situações sobre as quais a prática inovadora desses negócios levante dúvidas sobre procedimentos. Ou seja, será mantido o atual sistema no qual a CVM, ainda que não expressamente valida o mérito da oferta, ao verificar se os requisitos de dispensa de registro estão sendo cumpridos.

Dentre os efeitos prováveis, pode ocorrer desestímulo de operação das plataformas, na medida em que o risco jurídico decorrente de sua atividade ultrapassará as oportunidades de negócios que, sem tais exigências e responsabilidades, poderiam se desenvolver – e efetivamente fomentar o financiamento de empresas em estágio inicial. É preciso buscar um equilíbrio ótimo.

Cabe levar em conta que a prática corrente nas ofertas públicas de MEs e EPPs está longe de estar consolidada. As disposições foram introduzidas pela ICVM 482 em fins de 2010, e somente começaram a ser aplicadas em 2014, num contexto fático totalmente diferente do momento de sua edição. Com dois anos de efetiva utilização das regras de dispensa de registro, quer parecer prematura a nova introdução de regras a um mercado que está longe de se consolidar, quanto mais de ter definido seu próprio formato. Ainda mais ao se observar que a discussão sobre introdução de novas regras vem do próprio ano de 2014, quando seus efeitos estavam em estágio nascente. Sugerimos avaliar um período de carência ou monitoramento.

O Edital reconhece a evolução dinâmica das ofertas de investment-based crowdfunding, bem como que vêm se realizando em estrita atenção aos normativos em vigor. Haveria, portanto, alguma circunstância particularmente relevante que esteja motivando a necessidade de alteração das regras atualmente em vigor? As regras atuais não estão dando conta do funcionamento desse incipiente mercado, em franco crescimento? Qual o encargo regulatório que ente fiscalizador e sancionador deve impor aos participantes, para que nele haja tanto equilíbrio e informação quanto possível e desejável? Um período de carência ou monitoramento de operações pode ser saudável antes de efetivar uma nova imposição, no qual o mercado poderia ser doutrinado.

Firme-se aqui o entendimento de que a realização da presente audiência pública e dos termos do Edital buscam, sem qualquer dúvida, responder a essas e tantas outras perguntas. A interlocução dos participantes dos processos de emissões de valores mobiliários sob o atual regime com a CVM é livre, franca, direta e aberta. E, seja reconhecido sem qualquer adulação, todas as considerações têm recebido acolhida interessada, participativa e agradecida.

É desafiador a todos os envolvidos refletir sobre a criação de normas que devem fomentar determinadas atividades voltadas ao desenvolvimento econômico e demais objetivos de que tratam a Constituição da República. Não por outro motivo, tem-se a certeza de que a CVM continuará buscando meios de interlocução com os atuais e futuros interessados, bem como avaliando com mesma seriedade e interesse as críticas e sugestões que receba.

1.3.3. Ajustes formais de redação

Embora possam parecer irrelevantes, e em que pese o esforço destinado à sistematização dos dispositivos, alguns detalhes da Minuta, de natureza estritamente formal, podem ser aprimorados. Um exemplo, sem pretensão de exaustão, é o emprego de contrações em sujeito preposicionado nas orações reduzidas de infinitivo, tal como nos arts. 2º, § 2º (“na hipótese do empreendedor”) e 5º, III (“na hipótese do montante total”); ao passo que em outros trechos foi mais adequadamente empregada a forma sem contração, tal como nos arts. 4º, § 7º (“na hipótese de o empreendedor”) e 5º, V, “a” e “b” (“na hipótese de o valor total”).

Pode ser, ainda, julgado conveniente adotar definições compostas de vocábulos singulares ou reduzidos, de forma a evitar a desnecessária repetição de termos mais extensos e que prejudicam a legibilidade (e, por vezes, a certeza sobre o âmbito subjetivo de aplicação da norma). Além do termo “empreendedor de pequeno porte”, objeto de observações constantes do Item 2.3.1 abaixo, uma harmonização relevante é a do termo “plataforma”, ora apresentado isoladamente (art. 3º, § 1º; Anexo 14, art. 1º, VI e IX), ora como “plataforma eletrônica de investimento participativo” (no mais das vezes), ora como “plataforma de investimento coletivo (art. 38), ora como “plataforma de eletrônica participativa” (art. 45).

Assim, por exemplo e em caráter não exaustivo, a redação de algumas definições que podem constar no art. 2º:

(i) “oferta”: oferta pública dispensada de registro, de valores mobiliários de emissor definido nesta Instrução, distribuída por plataformas e destinada ao público em geral;

(ii) “plataforma”: pessoa jurídica constituída sob as leis brasileiras, registrada na CVM, com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de oferta pública de emissor assim definidos nesta Instrução, por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre potenciais investidores e ofertantes;

(iii) “emissor”: pessoa jurídica constituída sob as leis brasileiras emitente dos valores mobiliários objeto da oferta definida nesta Instrução e que, cumulativamente, não tenha auferido no ano-

calendário receita bruta superior a R\$ 10.000,000,00 (dez milhões de reais) nem seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM;

(iv) "ofertante": emissor definido nesta Instrução que coloque à distribuição valores mobiliários de sua própria emissão para subscrição ou, ainda, proprietário ou titular de valores mobiliários de emissor definido nesta Instrução, que coloque à distribuição valores mobiliários para alienação;

(v) "público em geral": classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que indeterminados ou individualizadas nesta qualidade, que sejam ou possam vir a ser potenciais investidores, com exclusão daqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com o emissor definido nesta Instrução;

(vi) investidor: integrante do público em geral que manifestou interesse em aportar recursos próprios em valores mobiliários objeto da oferta;

(vii) "investimento participativo": modalidade de investimento em valores mobiliários de emissor definido nesta Instrução.

1.3.4. Período de interregno (arts. 49-50)

Os dispositivos mencionados tratam dos efeitos intertemporais do regime de oferta que se visa alterar. Embora seja o último aspecto tratado na Minuta sua importância justifica a antecipação de comentários. Nesse sentido, a imediata entrada em vigor das alterações, tanto se vierem a ser essencialmente mantidas no formato e proposta da Minuta, quanto se estiverem sujeitas a alterações profundas, exigirá esforços duríssimos a emissores e ofertantes que já estiverem com captações planejadas ou em curso.

Na medida em que o elemento temporal pode ser essencial para o sucesso de uma distribuição pública de valores mobiliários, ainda mais em vista do dinamismo que caracteriza as empresas iniciantes com exigência de capital intensivo, o prazo proposto no art. 50 poderia ser idêntico ao do art. 49.

2. ÂMBITO DE APLICAÇÃO: OFERTAS PÚBLICAS

2.1. Regime disciplinar: dispensa de registro (art. 1º, caput e § 1º)

2.1.1. A escolha pela dispensa

Como consequência de algumas das considerações acima formuladas, e mesmo em vista de soluções normativas advogadas em outras jurisdições, a Minuta poderia ter veiculado não apenas

uma proposta de dispensa total de registro de emissores e de ofertas públicas, mas também um regime intermediário, tanto de dispensa de requisitos quanto de registro simplificado.

A Minuta afirma a não aplicação, no art. 1º, § 1º, da regulamentação específica sobre ofertas públicas, o que leva a alguns questionamentos. Seria cabível o recurso à interpretação analógica ou a institutos e procedimentos estipulados nas regras gerais? As regras da Minuta permitem que se requeira a dispensa de algum dos requisitos que nelas constam? Em caso positivo, o regime é de isenção de registro ou dispensa de requisitos? A quem caberia essa dispensa de elementos específicos da oferta, se cabível? Se não cabível, emissores de pequeno porte somente poderiam captar segundo as regras da ICVM 400 ou, ainda da ICVM 476? Caberia uma informação geral permitindo a dispensa de requisitos desde que respeitados alguns princípios?

As considerações acima têm um objetivo: permitir a sugestão quanto às duas modalidades adicionais serem adotadas em conjunto com a dispensa de registro. Essa solução regulatória foi a adotada em diversos países e confere efetiva transparência e qualidade de informação ao potencial investidor. Não é necessário extinguir totalmente o regime de dispensa total, também existente em algumas jurisdições, ainda que em menor número.

A essas adições poderia ser também aplicável a criação de um registro específico de emissores de pequeno porte, visto que o Anexo 27-I da Minuta já elenca as informações necessárias, tanto do emissor quanto da oferta, no que é complementado por informações do Anexo 27-II. As exigências operacionais e técnicas para que esses dados constem de cadastro específico a ser mantido no site da CVM, assim como é feito com os demais participantes, não parecem ser nem complexas nem onerosas, e permitiriam a potenciais investidores e público em geral o conhecimento quanto às captações. Em resumo, uma listagem de natureza informativa, que poderia consolidar dados de todas as Plataformas credenciadas previamente perante a CVM.

2.1.2. Ofertas públicas e ofertas privadas

As definições que esclarecem os conceitos de “valores mobiliários” e “oferta pública” se encontram tanto na Lei nº 6.385/76 quanto em normativos da CVM, em especial as ICVM nºs 400 e 476, além do Pareceres de Orientação nºs 32/05 e 33/05. Com base nessas manifestações, uma das dúvidas que surgem quanto à caracterização de ofertas públicas, e em vista das normas propostas, são as oportunidades em que determinada oferta de investimento é veiculada em termos “não-públicos”, ou destinados a um público restrito ou passível de restrição. A própria Minuta já admite situações de realização de ofertas privadas, a exemplo do Anexo 8, Seção 6, item “c”.

A Minuta, em linha com as práticas atuais de mercado, prevê mecanismos para que a veiculação das oportunidades de investimento seja realizada por meios de comunicação de fácil acesso e identificação das partes envolvidas. Essas mesmas oportunidades têm volumes de captação

singelos, são públicas mas de interesse e alcance restritos, e mecanismos de avaliação sobre o mérito do investimento suficientemente amplas.

Neste particular, entendemos que não se verificariam danos ao mercado caso eventuais ofertas públicas que não tenham, por qualquer razão, sido bem-sucedidas, possam se tornar ofertas privadas voltadas exclusivamente aos seus potenciais investidores destinatários que tenham aderido à sua realização. Uma oferta que não tenha reunido os elementos de que trata o art. 8º (por exemplo, volume de captação inferiores ou prazos superiores às metas estabelecidas, entre outras hipóteses) poderia ter andamento e, com isso, evitar que o emissor ou ofertante tivesse incorrido em vão nos custos envolvidos na oferta.

Outra possibilidade é a de caracterizar expressamente como privadas as futuras ofertas que sejam veiculadas exclusivamente aos investidores que tenham manifestado interesse na subscrição ou aquisição de valores mobiliários em ofertas anteriores, tanto bem-sucedidas quanto as que não tenham sido. Os envolvidos em processos anteriores já terão fornecido ou recebido informações bastantes para não correrem riscos de assimetria informacional ou prejuízos equivalentes, porém com a vantagem de economizar custos numa nova rodada. Esses destinatários poderiam ser acrescidos expressamente em rol similar ao do art. 3º, § 2º da ICVM 400, que trata da ressalva ao conceito de “público em geral”. Ainda, em se tratando de oferta privada, os assim enquadrados poderiam ser expressamente dispensados dos limites de investimento de que trata o art. 4º, bem como das restrições à captação veiculada no art. 3º.

Adicionalmente, para os fins de âmbito e finalidade de que trata o art. 1º, caberia a especificação de situações que podem ser consideradas para obtenção de dispensas específicas descaracterizariam a publicidade da oferta, afastando a incidência das regras veiculadas na Minuta e introduzindo um regime claro para definição de ofertas privadas subsequentes. A título meramente exemplificativo: definição de limite máximo de captação, de número máximo de potenciais investidores buscados, a não utilização da internet como meio de veiculação da oferta, veiculação em áreas específicas e de acesso restrito em plataformas a investidores previamente selecionados ou cadastrados.

2.1.3. Exercício do poder sancionador pela CVM (arts. 6º e 47)

A Minuta é sintética quanto ao funcionamento do regime de fiscalização e sanções às ofertas públicas dispensadas de registro, formuladas no art. 6º da Minuta – caberá à SRE a suspensão ou cancelamento de oferta em curso em que se verifiquem condições diversas das regras aplicáveis, ou que seja tida por ilegal, fraudulenta ou em violação à regulamentação da CVM. O inciso I do art. 6º já tem em si contida a hipótese de contrariedade à regulamentação da CVM do inciso II, pelo que é desnecessária.

A concisão da redação faz emergir determinadas dificuldades que se podem esperar na implementação. Com as escusas pela extensão, algumas delas se encontram nas perguntas que seguem:

Não se tem absoluta clareza se os destinatários dessa sanção são a plataforma, o emissor ou ambos solidariamente, mesmo porque não se identificam quais seriam as “condições diversas das constantes da presente instrução” em que a oferta estaria se realizando.

Dado o prazo de até trinta dias para saneamento do vício, o que deve ocorrer se ele tiver sido sanado em período menor, mas não haja manifestação da CVM dentro do prazo que venha a ser estipulado? Nesta hipótese, mantém-se a suspensão, incide cancelamento automático ou a oferta é retomada por deferimento automático? A quais prazos a CVM está vinculada? É cabível o pedido de extensão de prazos, ou são irrecorríveis? Há recursos das decisões da SRE e, em caso positivo, a qual órgão ou autoridade? Qual é a extensão da gravidade das informações ou documentação que ensejará a suspensão?

Haverá formulação de exigências ou diligências aos termos da oferta que não implique necessariamente sua suspensão, ou prazos diferenciados para tais casos? Qual o mecanismo do processo administrativo que regerá tais situações? Quais serão as oportunidades de formulação da defesa pelo emissor ou pela plataforma? Terceiros estarão sujeitos a sanções da CVM caso tenham dado algum tipo de causa para a suspensão ou cancelamento?

A plataforma tem legitimidade para, de ofício e sem intervenção da CVM, suspender ou cancelar ofertas que veicule? Se ao vício tiver dado causa o emissor, por vício das informações constantes da documentação, cabe à plataforma comunicar esse fato à CVM ou apenas solicitar ao emissor que faça as correções necessárias? A suspensão se dará apenas em verificação de ofício pela SRE ou mediante denúncia da plataforma ou de terceiros?

A interpretação equivocada pela plataforma (no critério da CVM) das informações apresentadas pelo emissor é caso de suspensão tendo como destinatário a plataforma ou o emissor? Se regras a que estão sujeitas a plataforma forem violadas em prejuízo do emissor, caberá denúncia à CVM e suspensão da emissão por motivo a que não deu causa?

Tais são algumas possíveis dúvidas de aplicação das disposições do art. 6º, aos quais possivelmente se somarão outras. Particularmente, em algumas das hipóteses acima aventadas, confirmam-se as previsões específicas nas hipóteses dos arts. 14 a 17.

Com referência ao art. 7º, é mais que adequada a obrigatoriedade de informação da suspensão ou cancelamento da oferta pela plataforma. Tendo em vista a sugestão para que haja página informativa da CVM referente a tais ofertas, caberia também o envio dessa informação à CVM (que seria dispensável se, tal como em situações de que tratam as perguntas exemplificativas, se a

suspensão ou cancelamento tiver origem na própria CVM). Sobre os procedimentos de restituição de valores, ver observações do Item 2.4.2 abaixo.

As mesmas considerações podem ser feitas quanto à aplicação do processo sancionador, exercício do direito de defesa e punições de trata o art. 47, que elenca os dispositivos cuja violação caracterizam infração grave. Nos diversos dispositivos referidos, as responsabilidades respectivas podem ora ser atribuídos aos emissores, ora às plataformas, ora aos sindicatos, ora a vários dentre esses. Dado o caráter de punição severa que corresponde às potenciais violações, seria prudente estabelecer com toda a cautela possível a individualização das condutas e os níveis de participação e contribuição para as condutas indesejáveis.

Também por oportuno devem ser mencionadas as hipóteses de responsabilidade dos administradores a que se referem os arts. 38 e 39, respectivamente das plataformas e dos emissores de pequeno porte. Ainda que se possa discordar das soluções propostas no que diz respeito aos sindicatos, caberia incluir as mesmas considerações respeitantes aos seus administradores. Idem em relação a ofertantes não-emissores, caso as futuras regras venham a admitir, expressamente ou não, a realização de ofertas dispensadas em caráter secundário.

Por fim, não há imposição de nenhuma penalidade ao investidor que, por qualquer forma, venha a omitir ou falsear informações relevantes sobre sua qualidade ou comportamento, o que seria profilático para evitar eventuais alegações de hipossuficiência ou enganosidade na participação da oferta. Idem quanto à divulgação desautorizada ou indiscriminada de informações de caráter sensível que possa vir a receber do emissor ou da plataforma.

2.2. Requisitos objetivos: valores mobiliários (art. 1º, caput; art. 2º, I)

2.2.1. Definição e situações não reguladas (art. 1º, §§º 1º-2º; art. 2º, § 1º)

A Minuta não interfere na possibilidade de veiculação de nenhum tipo de valor mobiliário nas ofertas dispensadas de registro. Porém, como apontado, não há definição sobre aplicação subsidiária ou analógica das disposições aplicáveis às demais ofertas públicas em temas ou matérias que não são objeto da regulação proposta, a teor do art. 1º, § 1º. Ou, ainda, se as regras da Minuta são exaustivas e taxativas, não admitindo nenhum tipo de extensão ou exceção.

Como tal, há dúvidas se haverá possibilidade de emissores de pequeno porte exercerem atividades permitidas apenas a empresas sujeitas a registro específico pela CVM, não necessariamente de emissor. Um emissor de pequeno porte poderá securitizar recebíveis imobiliários ou agrícolas se as emissões não ultrapassarem o limite de captação anual? Pequenas faturadoras poderão emitir títulos lastreados em seus créditos?

Por outro lado, também ausente da Minuta a resposta se valores mobiliários típicos poderão ter sua disciplina específica dispensada se forem ofertados por emissores de pequeno porte. Por exemplo, as regras da ICVM 260 serão ou não aplicáveis a emissores de pequeno porte que se interessem no mercado de certificados audiovisuais, já dispensados de registro de emissor, mas cujas emissões devem ser registradas? A participação de instituição distribuidora será dispensada, ou poderá ser feita por plataformas? Idem quanto ao formato de certificados de investimento coletivo em empreendimentos imobiliários, objeto de audiência pública contemporânea à presente. Particularmente nesta hipótese, parece conveniente que a “regulamentação específica” de que trata o art. 1º, § 1º, seja afastada, propiciando mais possibilidades de captação pelos pequenos emissores, sem prejuízo da caracterização ou tipicidade dos valores mobiliários em causa.

Uma limitação expressamente adicionada pela Minuta é que sua realização se dará exclusivamente pela internet, conforme consta do art. 11 e é pressuposta em diversos outros dispositivos. Embora este seja o meio natural de sua veiculação, e haja dificuldade em elencar exemplos em que as ofertas sejam apresentadas ao público em geral por outra modalidade, não se encontram razões para restringir sua realização. É certo que entre as possíveis justificativas esteja a de supressão de fraudes e situações de interesse público, mas uma tal vedação pode ir de encontro a oportunidades de mercado, que seriam perdidas.

Com relação ao art. 1º, § 2º, seria conveniente substituí-lo com adaptações pela redação do atual art. 2º, § 1º (que trata de definições, não de âmbito de aplicação). Assim, seria inserido um inciso III, mencionando a atividade de empréstimos de qualquer natureza, pois (i) a realização de mútuo feneratício não se confunde com emissão de valores mobiliários, que tem tratamento jurídico diferente, e (ii) escapam ao poder regulatório da CVM, sendo desnecessária a menção de que a Minuta não regula tal atividade.

Como já referido, a caracterização de ofertas privadas decorrentes de situações posteriores à realização de ofertas públicas (bem ou mal-sucedidas), ou com características que afastem a caracterização de oferta pública, pode ser positiva aos participantes e ampliar as condições de financiamento de pequenas empresas.

2.2.2. Condições das ofertas públicas (art. 3º)

Como referido, há dúvidas se as regras da Minuta para permitir a dispensa de registro são exaustivas e improrrogáveis, ou se admitem interpretação analógica e extensiva. Uma das hipóteses dessa interpretação possível é a de que o regime de dispensa de requisitos será mantido. Um dos indícios dessa possibilidade é a falta de previsão, na Minuta, de alteração do caput do art. 5º da ICVM 400, o qual permite a apreciação de hipóteses específicas de dispensa de registro pela CVM, sem que incida o pedido de dispensa de requisitos, objeto do art. 4º do mesmo diploma.

As condições de caracterização de oferta pública dispensada de registro são as do art. 3º da Minuta. Neste particular, as regras preveem hipóteses bastante rígidas e restritas, o que não se coaduna nem com as captações que já ocorreram sob o marco normativo em vigor, nem com as captações que podem vir a acontecer futuramente, dada a impossível antevisão de circunstâncias que afetem os potenciais interessados em captar e aportar recursos.

Assim, embora o limite do alvo de captação de R\$ 5 milhões seja bastante adequado (mais que o dobro da atual permissão), o prazo de noventa dias de que trata o inciso I não encontra justificção. Sabe-se que várias das captações realizadas ocorreram em prazos maiores, sem prejuízo dos investidores (que até a efetiva chamada de capital, meses depois, não tiveram de desembolsar nenhum tipo de recursos após manifestarem seus interesses). Basta que seja veiculado o prazo máximo de captação nas condições da oferta realizada, informação que não será desconhecida do investidor, atenderá a seus interesses e permitirá estimar se quer ou não aportar recursos sob tais condições.

Por outro lado, as regras dos incisos II e IV são dispensáveis, pois é pressuposto que serão seguidos os procedimentos das normas novas, sejam do art. 5º, sejam as demais. Também é pressuposto que o emissor deve se qualificar como de pequeno porte. Sobre a dinâmica operacional das ofertas públicas estabelecida na Minuta, ver observações do Item 2.4.2 abaixo.

2.2.3. Verificação de requisitos das captações (art. 3º, § 1º)

Segundo a proposta apresentada na Minuta, caberá às plataformas a verificação das condições exigidas no art. 3º para realização de cada oferta. Algumas dessas circunstâncias – de natureza fática e documental – podem ser de difícil execução, ou imputadas às plataformas de forma exorbitada ou sem que lhes caiba suficiente poder de atuação.

Seguem alguns exemplos de dificuldades oriundas da aplicação do § 1º. Como será feita a verificação de que não houve outras captações num mesmo período em outras plataformas? A Minuta refere a ano-calendário, mas e se o período anual se protrair? Idem quanto à não realização de ofertas em menos de cento e vinte dias (prazo este que poderia ser harmonizado como “quatro meses”, em linha com o art. 5º, § 1º, da ICVM 400, inclusive na forma proposta pelo art. 41 da Minuta). Para verificação da integralização do capital social de limitadas, deve a plataforma exigir comprovação de depósito dos recursos, escrituração contábil equivalente ou basta a declaração de integralização constante do contrato social? Neste último caos, deve o contrato social estar já registrado na junta comercial, ou é bastante o instrumento firmado pelos sócios sem evidência de registro ou, ainda, cópia acompanhado de mero protocolo no registro de comércio?

Mais complexo ainda: para fins do art. 4º, III e parágrafo único, III, basta a declaração do investidor ou é legitimado à plataforma exigir documentação que comprove seu patrimônio líquido de investimento ou renda bruta anual (art. 1º, IV e V), dados e informações esses que são protegidos por sigilo bancário e fiscal? Ainda neste contexto, como comprovar a renda bruta anual de investidor não-residente, que não apresenta declaração de ajuste anual? Vários outros exemplos poderiam ser citados, e quer parecer que a imputação de responsabilidade (ainda que este termo não seja empregado no § 1º) às plataformas excede sua capacidade esperada de verificação. A solução desses potenciais dilemas passaria pela diferente alocação das responsabilidades às partes envolvidas, definindo com maior precisão seus destinatários.

2.2.4. Volume sujeito a captação (art. 3º, §§ 2º-3º)

O § 2º do art. 3º prevê as consequências de captação inferior ao alvo estipulado pelo ofertante, vedando a distribuição parcial inferior ao alvo, assim caracterizada pelo montante final de depósitos. Sem prejuízo das observações pertinentes ao mecanismo de realização de depósitos, as partes envolvidas poderão exercer suas vontades para aceitar e se vincular às condições que a própria oferta definir como limite mínimo – o qual não necessariamente pode ou deve ser o valor alvo. Sobre a possibilidade de conversão da oferta inferior ao alvo estipulado poder prosseguir como privada, ver observações ao Item 2.1.2 acima.

No mesmo sentido, a hipótese de captação superior ao alvo de que trata o § 3º pode bem ser estipulada nos próprios termos da oferta, no pleno exercício da vontade manifesta das partes, sem que haja necessária limitação a um quarto do volume inicialmente previsto. Tanto no caso de green shoe quanto no anterior, pode ser mais adequado que os volumes mínimo e máximo da captação constem justificadamente dos termos da oferta, sem necessidade de interveniência do regulador.

De qualquer forma, se adotado como regra o mecanismo de separação entre os momentos de coleta de intenção de investimento, de sua confirmação e de efetivação de depósitos dos montantes, deve ser esclarecido que a oferta terá sido bem sucedida se houver captação efetiva do limite mínimo da oferta. E, portanto, que não haverá cancelamento ainda que as intenções ou confirmações tenham atingido ou superado o alvo.

2.2.4. Limites objetivos das captações (art. 3º, §§ 4º-7º)

As limitações objetivas às captações por oferta pública de que tratam os §§ 4º e 5º, são bastante razoáveis e efetivas para impedir exageros ou excessos por parte de ofertantes e emissores. A propósito, as limitações poderão trazer aprendizado, bem como estimular outras formas de captação ou futuro ingresso de emissores em outra categoria de participante do mercado de capitais. Sobre a possibilidade de regimes diferenciados de realização de ofertas públicas, ver as observações dos Itens 2.1.1 e 2.1.2 acima.

Já em relação às restrições de que trata o § 6º, não há clara estipulação sobre a quem cabe apurar a inadimplência sobre a prestação de informações de ofertas pretéritas. A imputação parece ser das plataformas a teor do § 1º do mesmo artigo, mas não se verifica nenhuma punição ou sanção adicional ao ofertante ou emissor além dessa vedação, assim como se omitem os remédios aplicáveis – o que pode tornar o dispositivo de pouca utilidade ou aplicação. Sobre as responsabilidades imputadas às plataformas nesse contexto, ver as observações do Item 2.2.3 acima. Sobre o exercício do poder sancionador pela CVM, ver Item 2.1.3 acima.

As sociedades limitadas estariam, segundo o art. 3º, § 7º, da Minuta, sujeitas a restrições, cabendo-lhes a total integralização do capital social e a vedação à oferta de quotas de capital. Sendo certo que este é o tipo societário mais usado na prática empresarial brasileira, a obrigação de integralização parece de pouca utilidade, na medida em que não existe imposição de capital mínimo. A exigência não é feita a emissor sob a forma de companhia, nem sob outros tipos societários, por mais que estejam em desuso, mas que poderiam ser empregadas com fins de circundar a exigência proposta.

Pelo contrário, a julgar pelas regras do Código Civil (art. 1.052), uma sociedade limitada com capital subscrito e não integralizado de R\$ 1 milhão oferece mais segurança ao investidor do que aquela com capital integralizado de R\$ 1.000,00. No último caso, a responsabilidade dos sócios somente poderá ser avocada mediante desconsideração da personalidade jurídica ou outro mecanismo que permite a imputação de responsabilidade patrimonial além da parcela que lhe caiba no capital social. Já no primeiro caso, os remédios jurídicos para recomposição de danos permitem a persecução patrimonial de todos os sócios, em caráter solidário, por toda a quantia que figura como capital social.

Também parece ineficaz a restrição à oferta de quotas. O entendimento tradicional é de que quotas de capital não são valores, títulos, nem bens materiais, mas porção efetiva da contribuição pecuniária do sócio. A praxe empresarial, entretanto, superou esse formalismo que remonta ao Decreto nº 3.709/19. Até mesmo o Código Civil, cuja formulação data da década de 1960, esclarece que as quotas podem ser iguais ou desiguais (art. 1.055), além de numeráveis ou individualizáveis, podendo cada qual ter valor nominal unitário. A rigor, há casos em que a própria expressão de seu valor nominal deve ser alterada (arts.1.083 e 1.084). Ademais, as quotas podem bem ser consideradas bens materiais ou determináveis, visto que sua indivisibilidade é presumida apenas em relação à própria sociedade (art. 1.056).

Nem mesmo o recurso à classificação, estritamente doutrinárias, das sociedades como de pessoas ou de capital parece cabível, em face do Código Civil. Essa superação já se operou a partir da bipartição de funções de sócios e de administradores (art. 1.060 e seguintes) e da possibilidade de instituição de conselho fiscal (art. 1.066), ambas características imputadas às denominadas

sociedades de capital. E a própria possibilidade de emissão de valores mobiliários por sociedades assim tipificadas o comprova.

2.2.5. Limites subjetivos das captações (art. 3º, caput, V)

Não consta na Lei nº 6.385/76 a possibilidade de restrição, destinação ou definição dos recursos captados por meio de ofertas de públicas de valores mobiliários. Nem mesmo o CMN detém essa atribuição; cabe-lhe disciplinar a utilização dos recursos captados por instituições integrantes do sistema financeiro nacional, mas para fins de direcionamento de recursos aos destinatários finais, não na qualidade de destinatários finais do crédito obtido em mercado (Lei nº 4.595/64, art. 3º, II). Caso contrário, os bancos poderiam interferir na decisão final de aplicação de recursos que emprestam a seus clientes (ressalvadas linhas de crédito com destinação específica).

Mesmo as regras da CVM preveem apenas limitações ou destinações ao emprego de recursos financeiros no contexto do funcionamento de entidades que estejam sujeitas a sua supervisão e que administrem ou gerenciem recursos de terceiros. Assim, por exemplo, a proibição de concessão de mútuos por fundos de investimento em participações, o adiantamento de recursos para projetos de construção por fundos de investimento imobiliários, ou limites de aplicação em determinadas classes de ativos por fundos de investimento em geral. Nas hipóteses em que se referiu à destinação de recursos captados mediante oferta pública de valores mobiliários, não coube à CVM inovar quanto às restrições estabelecidas em lei. Um exemplo é a destinação dada aos recursos captados por CEPACs no âmbito de operações urbanas consorciadas, que se vinculam às disposições do Estatuto da Cidade (Lei nº 10.257/01).

A Minuta, nesse mesmo sentido, no art. 3º, inciso V, não elenca as possíveis destinações dos recursos captados pelas ofertas dispensadas, mas veda sua aplicação nas finalidades que menciona. Cabe verificar algumas dificuldades. E se os recursos financeiros objeto de captação pelo ofertante, ou emissor, permitirem oportunidade de aquisição de uma empresa concorrente, ou com atividade complementar às suas, propiciando retorno adicional ao capital dos investidores? A aplicação de fundos em quotas de fundos de investimento oferecidos pelo banco em que o emissor ou ofertante mantém recursos é proibida? Ou, ainda, vedada a aquisição de LCAs, LCIs e outros títulos, com finalidade de melhor rentabilidade dos recursos não sujeitos a utilização imediata? Estariam proibidas antecipações de recursos a clientes ou fornecedores que permitam fomentar as atividades, visto que poderiam ser consideradas concessão de crédito? Se mantidas essas violações, quais as sanções aplicáveis? Também essas destinações que se visa vedar devem ser verificadas pela plataforma que veiculou a oferta, se vierem a ocorrer posteriormente?

Dadas as considerações imediatamente anteriores, é duvidosa a possibilidade de que essas vedações sejam viáveis. Cabe estritamente às partes envolvidas, no exercício de suas vontades autônomas e possibilidade de livre disposição patrimonial, estabelecer em conjunto os objetivos

de uma oportunidade de negócios ou de definir a destinação dada a recursos entre si transferidos.

2.3. Requisitos subjetivos: emissores de pequeno porte (art. 1º, caput; art. 2º, III)

2.3.1. Definição e restrições

Diferentemente da definição que foi conferida às plataformas, o empreendedor de pequeno porte foi caracterizado como “sociedade”, em vez de “pessoa jurídica”, no inciso III do art. 2º. Potencialmente, isso limitaria a atuação de empresas individuais de responsabilidade limitada, o ou outras pessoas jurídicas que poderiam legitimamente se beneficiar da utilização de plataformas. Seria cabível, para que se evite qualquer alegação de tratamento diferenciado, que os conceitos sejam harmonizados como “pessoa jurídica”.

A Minuta apresenta o termo “empreendedor” para definir o emissor de valores mobiliários de que tratam as regras propostas. Também por questão de harmonização e sistemática, tanto da Minuta quanto das demais regras editadas pela CVM (inclusive por força das alterações propostas à redação da ICVM 480, veiculadas no art. 43 da Minuta), que o termo a ser adotado seja “emissor de pequeno porte”, tal como se apresenta nos arts. 32, § 3º e 37, § 4º.

Como consequência do veiculado no inciso III do art. 2º, os §§ 2º e 3º limitam a abrangência do conceito de emissor de pequeno porte. No primeiro caso, para o somatório do limite de faturamento bruto anual de R\$ 10 milhões são consideradas as pessoas vinculadas ao emissor. No contexto, a expressão “submetido a controle comum” é desnecessária, em vista da redação do art. 243, § 2º, da Lei nº 6.404/76 (a qual já prevê o controle comum).

Quanto à expressão “coligado”, o art. 243, § 1º, da Lei nº 6.404/76, pode haver dificuldades operacionais de caracterizar a relação de coligação, especialmente em situações em que mecanismos sem natureza de relação societária determinem o requisito de “influência significativa” de que trata a norma, que substituiu o de participação em mais de 10% do capital, porém sem exercício do controle. No particular universo das empresas iniciantes e de base tecnológica, o que pode ser considerado influência relevante? A detenção minoritária de um indivíduo com patrimônio superior a R\$ 10 milhões, ou que seja controlador ou administrador principal de empresas cuja receita bruta anual supere esse montante? O mesmo se diga de um indivíduo detentor de grande quantidade de valores mobiliários de pequeno emissor, com relação a uma segunda oportunidade de captação pública ou com participação no conselho de administração do emissor. O credor de uma dívida do emissor de pequeno porte, relevante seja pelo montante envolvido, seja pela previsão contratual de cláusulas restritivas de deliberações ou contração de novos encargos, pode se qualificar um terceiro potencial investidor como exercente de influência significativa? Não se negue que para caracterizar o emissor de pequeno porte é necessária limitação não apenas quantitativa, mas qualificativa. Neste aspecto, a consolidação da

receita bruta anual poderia estar restrita apenas às relações de controle societária, afastando a influência significativa de que trata a coligação.

Também poderia ser rediscutida a norma veiculada pelo § 3º, cuja redação não está exatamente clara, veicula hipóteses bastante incomuns e que bem poderia ser removida. De fato, a Minuta não foi precisa ao estabelecer uma hipótese de sucessão de vínculos obrigacionais e potencial responsabilidade solidária que foge às elencadas em lei em sentido estrito. Ao trazer conceitos como extinção de sociedade (não apenas pessoa jurídica), continuidade da atividade empresarial, interveniência de sócios remanescentes, espólio de sócio falecido e mesmo a expressão firma individual (que não corresponde à melhor técnica), a precisão ficou prejudicada. Assim, extinto um emissor, ou mesmo se tiver sido objeto de cisão ou outra forma de alteração estrutural relevante, o regime de sucessão de obrigações é o da legislação ordinária, inclusive quanto aos valores mobiliários de sua emissão. Essas observações impactam, ainda, na redação do art. 22, III.

2.3.2. Ofertante não emissor

Uma das sensíveis alterações apresentadas na Minuta é a presunção de que as ofertas públicas a que se refere sejam realizadas exclusivamente pelo emissor de pequeno porte, mas não por detentores de valores mobiliários de sua emissão que tenham interesse em aliená-los a terceiros. Uma evidência dessa postura é a referência a atos de subscrição, tal como nos arts. 19, I e 28, I. Por outro lado, nesses mesmos dispositivos há referência expressa a oportunidades de aquisição de valores mobiliários, o que pode indicar possível oferta secundária; no mesmo sentido, a possibilidade mencionada no caput do art. 31

As regras atuais, no bojo da ICVM 400, tratam claramente dessas duas situações distintas, na medida em que o termo “ofertante”, de que trata o art. 5º, § 7º, não necessariamente é coincidente com o de “emissora”. A oferta, assim, pode ser realizada por não emissores, porém cabe a apresentação da oferta – aí sim – pela emissora, a teor do art. 5º, §§ 4º e 5º.

A consequência dessa ausência é a presuntiva impossibilidade de ofertas secundárias de valores mobiliários de pequenos emissores. Dado que um dos objetivos da nova regulação proposta é endereçar as dificuldades de liquidez dos títulos em causa, seria contraditório vedar uma possibilidade viável e plenamente lícita de alienação. Ainda que atualmente a possibilidade seja de aplicação restrita, cabe às novas regras permitir e fomentar o desenvolvimento do mercado, finalidade que pode ser mais plenamente alcançada mediante estipulação favorável à circulação dos valores mobiliários em causa.

2.4. Requisitos formais: intermediação por plataformas (art. 1º, caput; art. 2º, II)

2.4.1. Atuação obrigatória ou facultativa?

Um dos méritos do regime regulatório de emissões de MEs e EPPs introduzido pela ICVM 482 foi a quase presunção de que as emissões públicas ali autorizadas fossem levadas a cabo mediante colocação dos valores mobiliários pelos próprios ofertantes, sem intermediários. Além de o texto ajustado do art. 5º da ICVM 400 não prever a figura da intermediação, o Anexo IX claramente indica que a intermediação de instituição distribuidora é facultativa.

A Minuta parece extinguir a possibilidade de colocação dos valores mobiliários emitidos mediante oferta orquestrada pelo próprio emissor (a propósito do tema, ver observações do Item 2.3.2 acima). A julgar pelos objetivos de que trata o art. 1º da Minuta, sua aplicação é voltada exclusiva e cumulativamente mente às situações de (i) emissões de empreendedores de pequeno porte, que (ii) sejam objeto de dispensa de registro, realizadas (iii) por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo.

É sabido que o fenômeno do investment-based crowdfunding, tal como se apresenta atualmente, implica um modelo de negócios com características quase inéditas, exigindo esforço dos participantes do mercado para sua apreciação e enquadramento dentro da disciplina normativa aplicável.

Mas não menos se sabe que, sob o ponto de vista do modelo de negócios, não há consolidação de práticas a ponto de estarem totalmente definidos os mecanismos de atuação dos agentes envolvidos. O próprio Edital reconhece que o modelo de captação direta dos emissores foi ou vem sendo pouco utilizado. Esse reconhecimento não implica que essa possibilidade tenha sido definitivamente abandonada pelas partes interessadas – assim como ficou sem uso a possibilidade de emissão de valores mobiliários por MEs e EPPs entre 2010 e 2014.

Dado o desenvolvimento tecnológico, atividades de intermediação financeira em geral estão sob forte ataque. Bancos terão plataforma de P2P-lending como concorrentes; câmaras de compensação poderão ser dispensáveis se transações de mercado forem escrituradas via blockchain, assim como corretoras de valores na negociação de papéis habituais no mercado. Seria conveniente manter expressamente a possibilidade de oferta direta, sem intermediários, mantidas as eventuais exigências cabíveis para manter o mesmo nível de confiabilidade. Ou até mesmo diminuição dos custos de estruturação da operação.

As regras a serem futuramente adotadas bem poderiam deixar expresso que os emissores poderão dispensar a participação de plataformas na formulação de ofertas de seus valores mobiliários. A ausência normativa a ser preenchida permitiria sensível diminuição dos custos de captação às empresas interessadas, sem que haja prejuízo aos participantes do mercado. O mesmo se pode reiterar a respeito da obrigatoriedade de as ofertas serem exclusivamente veiculadas pela internet, objeto das observações formuladas no Item 2.2.1 acima.

2.4.2. Modelo operacional e de negócios (art. 5º)

Uma das críticas à Minuta é sua tendência a consolidar situações já vivenciadas (neste curto espaço de tempo de desenvolvimento do investment-base crowdfunding); e, adicionalmente, endereçar soluções para problemas que ou a prática empresarial já resolveu ou a regulador pressupõe que podem vir a ocorrer.

O resultado dessa postura é, na prática, o imobilismo operacional da figura da plataforma, tal como proposta. A Minuta parece ter estabelecido, rigidamente e em definitivo, o fluxo de atividades e negócios desenvolvidos pela plataforma no presente estágio de desenvolvimento. Por exemplo, a Minuta pressupõe um único fluxo na cadeia de atividades da plataforma: (i) a oferta pública exige da plataforma a coleta de intenções de investimento; (ii) que essa coleta seja atualizada diariamente até ser atingida uma meta; (iii) que então se abra o lote adicional, se estiver previsto; (iv) que o atingimento da meta seja comunicado aos investidores; (v) que os investidores terão cinco dias para aporte dos recursos em instituição financeira; (vi) que a instituição já terá sido contratada pela plataforma para receber os aportes em conta segregada das do emissor ou da plataforma; (vii) que os aportes serão facultativos e não implicarão penalidade para o investidor desistente; (viii) que a instituição deverá ter sido instruída pela plataforma para restituir os valores depositados se houver suspensão ou cancelamento do investimento.

Esse fluxo apresentado na Minuta, além de parecer introduzir elementos que cabem às partes envolvidas decidir, no âmbito de sua livre manifestação de vontade, introduz elementos obrigatórios que podem dificultar ou impedir a própria captação.

Algumas indagações podem ser feitas sobre esse particular. Por que a atualização das intenções de investimento em bases diárias e não semanais, ou em outra periodicidade? Por que cinco dias para confirmação das intenções de investimento, e não dez, ou vinte? De quem será a titularidade da conta em que serão aportados os recursos? Quem arca com os custos da manutenção dessa conta, e qual sua natureza (depósito simples, depósito em garantia, com ou sem remuneração)?

O que ocorre se ela não estiver aberta a tempo, ou houver recusa de contratação da instituição financeira? Como a plataforma vai assegurar que haverá segregação de investimentos sem confusão com os da plataforma e do emissor, se quaisquer valores serão mantidos na instituição financeira? A segregação é entre a plataforma e todos os emissores conjuntamente, ou entre a plataforma e com afetação de cada emissor individualmente? Quem terá legitimidade para determinar a devolução dos valores em caso de cancelamento? Como fazer retornar (e com que custos) os valores a serem aportados após a suspensão?

Esses exemplos hipotéticos não derivam de uma definição abstrata de passos a obedecer, de uma presunção da forma de conduzir atividades empresariais, e que assume custos transacionais

desprezíveis e providências preliminares totalmente executadas. São situações e dúvidas, dentro de outras tantas, que certamente virão a ocorrer.

Com custos provavelmente proibitivos, a ordem de procedimentos impõe a incursão de gastos preliminares que não serão compensados caso as manifestações de investimento não sejam sérias. Numa captação de algumas centenas de milhares de reais, a plataforma diretamente – e a emissora ou ofertante, indiretamente, poderão ter gasto somas consideráveis para, no momento de chamada de capital, os seriamente interessados em investir serem em número inferior aos que não confirmem suas intenções, levando ao imediato cancelamento da oferta. A importância atribuída a esse fluxo é perceptível ao mencionar exaustivamente a participação de instituições financeiras ou a necessidade de serem efetuados depósitos (art. 3º, § 2º; art. 5º, IV, V e § 1º; art. 7º, § 2º; Anexo 14, art. 1º, V, a título exemplificativo e não exaustivo).

2.4.3. As atividades desenvolvidas pelas plataformas

A primeira consideração a ser feita, previamente à proposta mesma de regulação, vai ao sentido de se questionar se as plataformas são meras veiculadoras passivas das ofertas públicas? Essa atividade consistiria na disponibilização de estrutura tecnológica para construção e manutenção de sítios na internet que tenham por finalidade apresentar, em nome dos ofertantes, a oportunidade de aquisição de valores mobiliários. Complementarmente, oferecer suporte também tecnológico para manutenção da guarda de arquivos e de mecanismos de comunicação direta entre ofertantes, emissores e investidores. Neste particular, não há nenhuma atuação da plataforma que se diferencie de uma empresa que ofereça manutenção de páginas eletrônicas ou desenvolvimento de programas de computador. Em nenhuma etapa do processo de oferta, a plataforma figura como participante ou contraparte, em seu próprio nome ou à conta de terceiros.

As plataformas são simples intervenientes no processo de oferta? Essa atividade consistiria na assessoria para cumprimento das obrigações legais e regulamentares aplicáveis e representação da ofertante na qualidade de mandatárias civis? Em caso positivo, sua atuação não se destaca das prestadas por escritórios de advocacia ou mesmo de despachantes documentais. Não há, ao longo do processo de oferta, atuação em nome próprio – no máximo, à conta de terceiros, no contexto da prestação de serviços que não envolvem a distribuição de valores mobiliários?

As plataformas devem praticar atos para verificar a observância dos requisitos legais e regulamentares das ofertas? Esta pergunta já desperta efetiva atenção no contexto regulatório, na medida em que esses atos bem podem caracterizar serviços técnicos de assessoria ou assistência em matéria de mercado de capitais. Ainda assim, caberia à Minuta definir claramente quais são os elementos típicos que fazem as plataformas serem caracterizadas como distribuidoras de valores mobiliários e, portanto, sujeitas ao pertinente regime disciplinar e normativo. Além de vedar, no art. 28, diversas atividades que poderiam lhe conferir qualidades de outras figuras reguladas

(administração de carteiras, escrituração e custódia, mercado de balcão, analista ou consultor de valores mobiliários, etc.), a Minuta apenas elenca os atos, funções e atividades que devem ser praticados pela plataforma, ao longo dos arts. 18 a 31.

Algumas das atribuições que são imputadas às plataformas poderiam ser questionadas como próprias de sua atividade, assim como pelo período a serem desempenhadas, a exemplo do pressuposto de que a plataformas continuarão a prestar serviços de comunicação entre emissor e investidor, referidas nos comentários do Item 3.2.3 abaixo.

São questionamentos que não vêm respondidos pela Minuta, ao menos em uma análise preliminar e, por certo, prejudicam a apresentação de documentos e informações de que trata o Anexo 14. É certo que em diversas, se não todas as jurisdições, plataformas de crowdfunding (em alguns casos, mesmo donation based) devem se registrar como participantes do mercado de valores mobiliários. Mas nesses casos é clara a imputação de atividades que caracterizam essa participação, e mesmo o limite de responsabilidades a que estão sujeitas pelo exercício desses atos (em especial no âmbito administrativo).

Por outro lado, não haveria maiores impedimentos para que, unicamente em relação a valores mobiliários de emissores de pequeno porte, fosse permitido às plataformas exercer atividades para as quais estejam tecnicamente preparadas. Além da custódia e escrituração, a que se faz referência nos comentários do Item 3.1.2 abaixo, poderia ser excluída a vedação à intermediação secundária de que trata o art. 28, X. Com isso, e sem que haja conflito de funções, diminuiria o risco e aumentariam as oportunidades de criação de mercado secundário, objeto do alerta constante do Anexo, 8, Seção 6, item "j".

2.4.4. Exigência de patrimônio líquido mínimo (art. 13, § 1º, I)

A proposta de exigência de patrimônio líquido mínimo para as plataformas não encontra amparo legal ou precedente que autorize sua adoção. O direito brasileiro não adota, em princípio, a regra de capital mínimo para constituição ou financiamento de empresas (exigência esta que, nas jurisdições que a aplicam, vem sendo abolida – veja-se o exemplo da União Europeia). Quando o faz, entretanto, é por meio de comando veiculado por lei em sentido estrito.

Algumas hipóteses: constituição de Eireli e empresas que tenham por objeto a intermediação de mão de obra ou de vigilância patrimonial. Embora não seja da melhor técnica jurídica especular sobre as razões de adoção de tais medidas (a famosa "mentalidade do legislador"), é de se dizer que a finalidade é a garantia de credores pelas atividades empresariais desenvolvidas. Mas trata-se de exigência relativa ao capital social, não ao patrimônio líquido, que efetivamente reflete condições de garantia.

Mesmo no contexto do sistema financeiro – particularmente bancos, seguradoras e outras instituições financeiras –, a exigência de capital ou patrimônio líquido mínimo é prevista legalmente (Lei nº 4.585/64, art. 4º, VIII e XIII, cabendo a definição do capital mínimo e sua atualização pelo Conselho Monetário Nacional – CMN) e tem as mesmas finalidades acima. A elas se acrescem as razões de ordem prudencial decorrentes das atividades de intermediação de capitais e necessária solvabilidade. Não obstante, a imposição de capital mínimo (ou de patrimônio líquido) é *numerus clausus*, tal como previsto na Resolução CMN nº 2.099 e, conforme consta da ementa do próprio normativo, serve para ajustar valores compatíveis com os graus de risco de operações ativas dessas instituições.

Dada a competência normativa do CMN, no âmbito da regulação do mercado de capitais, a autorização legislativa à CVM se restringe ao poder de exigir capital mínimo de emissor de valores mobiliários (Lei 6.385/76, art. 19, § 6º), porém não de intermediários do sistema de distribuição (sujeitos à referida Resolução CMN nº 2.099 e ao art. 15, § 2º, da Lei nº 6.385/76), se assim se pretende qualificar as plataformas. É de se reiterar que o bem jurídico tutelado pela exigência de capital (ou patrimônio líquido) mínimo envolvem questões de regulação prudencial e solvabilidade de empresas que intermediam recursos financeiros. Não é este o caso das plataformas, exceto se alguma instituição financeira regulada vier a exercer atividades típicas da nova figura.

Por essas razões, seria incabível a exigência de capital mínimo que se propõe impor às plataformas. Dessa exigência poderiam ser extraídas duas conclusões: (i) a atividade das plataformas já se prevê ser tão delicada e sensível a imputações de responsabilidade que o patrimônio líquido mínimo visa garantir os potenciais credores de atos passíveis de serem indenizados, como os decorrentes da violação de normas do mercado de capitais; e (ii) aumentará sensivelmente a barreira para ingresso de novos participantes nesse mercado, dado o risco da atividade, exigência de capital e manutenção de controles internos.

A ponderação que se propõe é se a introdução das novas regras permitirá aumentar efetivamente o ingresso de novos players no mercado de capitais em benefício de empresas inovadoras e que exigem capital intensivo – sem prejuízo dos demais objetivos que ensejam as novas regras e a regulação dos mercados de valores mobiliários.

3. REALIZAÇÃO DAS OFERTAS

3.1. Regime informacional e instrumentação

3.1.1. Apresentação de informações sensíveis (arts. 9º-11; 18)

Especialmente em relação às empresas iniciantes e que buscam apresentar produtos ou serviços com caráter inovador ou inédito, é sabido que temas relevantes como modelo de negócios,

faturamento, projeções comerciais e várias outras a que se referem os arts. 8º; 9º, caput; 18; 20, § 2º, bem como o Anexo 8 são de caráter reservado e estratégico.

A conveniência de sua completa divulgação poderá colocar em risco não apenas a viabilidade de suas operações mas, em especial, a conveniência de se decidirem lançar a mercado para formular proposta de captação de recursos. Neste particular – e este é um ponto fundamental para o aprimoramento visado pela atualização das regras em causa –, pode ser prejudicial e desestimulante a obrigatoriedade de que não haja restrição de acesso, pelo público em geral, às informações relativas à oferta. Sobre a promoção e divulgação da oferta por meios que não a internet, ver observações dos Itens 2.1.2 e 2.2.1 acima.

3.1.2. Ausência de regras sobre escrituração

Uma ausência relevante na Minuta é a estipulação de um regime mínimo referente à escrituração e custódia dos valores mobiliários de emissores de pequeno porte. São poucas as referências a essas atividades, em especial o art. 46, que se propõe alterar a ICVM 541, art. 3º, parágrafo único, IV e V, e, assim, dispensar aos emissores de pequeno porte e as plataformas de contratar serviços de custódia especializada.

Como consequência da lacuna, pouco se pode afirmar quanto à instrumentação do valor mobiliário emitido e de seu registro nos arquivos do emissor ou da plataforma. A única referência adicional parece ser o fornecimento de cópia da escritura ou contrato, constante do Anexo 8, Seção 3, item “g”. No mesmo sentido, o art. 25, XII, prevê a mera possibilidade de guarda dos valores mobiliários por instituição custodiante se assim contratar o EPP. E, ainda, o Anexo 8, Seção 6, item “i”, em que se prevê a possibilidade de contratação de serviço de escrituração de valores mobiliários por instituição autorizada. Em resumo, a Minuta institui diversos registros de diferentes naturezas e efeitos, mas não quanto a um de mais relevante interesse do investidor, hábil a comprovar a titularidade dos valores mobiliários que veio a adquirir.

É possível afirmar que não são suficientes as informações de que trata o Anexo 27-II, mesmo porque não obrigam a informação quanto a seus titulares. A esse propósito, a Minuta poderia ser aprimorada ao prever expressamente um ou mais regimes possíveis. São exemplos: (i) a extração de cédulas e entrega aos titulares, permitindo sua circulação; (ii) emprego de livros facultativos, com ou sem registro na junta comercial, à semelhança daqueles de registro de ações nominativas, debêntures e partes beneficiárias de que trata a Lei nº 6.404/76.

Uma possibilidade adicional pode ser aventada. No contexto da Minuta, existem as vedações para o exercício das atividades de escrituração e custódia dos valores mobiliários de emissores de pequeno porte, estipuladas no art. 28, XI. É certo, e já acima notado, que a atividade de escrituração e custódia de valores mobiliários é restrita a determinadas instituições (arts. 27 e 34

da Lei nº 6.404/76 e art. 24 da Lei nº 6.385/76), mas os dispositivos são aplicáveis aos valores mobiliários de emissão de companhia aberta.

Em essência, nenhuma razão de maior importância impediria que as plataformas pudessem ser enquadradas como escrituradores ou custodiantes de valores mobiliários exclusivamente de emissores de pequeno porte. A possibilidade permitiria que as plataformas (i) auferissem receitas adicionais às decorrentes da veiculação da oferta; (ii) ampliassem as características de seu modelo de negócios; (iii) conferissem segurança aos emissores e investidores, na medida em que estariam obrigadas a manter estrutura técnica e tecnológica suficiente; (iv) não exercem funções ou atividades que sejam incompatíveis; (v) já estão classificadas como integrantes do sistema de distribuição, aos quais é permitida essa função.

3.1.3. Manutenção de arquivos (art. 38)

A disciplina da manutenção de arquivos e informações apresentada pela Minuta é também bastante sintética, remetendo às plataformas a obrigação de guarda, por cinco anos contados do encerramento da oferta, dos documentos e informações exigidos pelas regras propostas.

Um ponto salutar é a possibilidade de manutenção em meio digital, substituindo as versões originais dos documentos. Não fica claro, entretanto, se para tal finalidade deve ser empregado certificado digital emitido no âmbito da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira – a teor do art. 3º da Lei nº 12.682/12; ou se basta a manutenção em forma não defesa, nos termos do art. 10, § 2º, da Medida Provisória nº 2.220-2/01.

Por outro lado, a referência a “todos os documentos e informações exigidos” pelas regras propostas na Minuta pode dificultar a efetiva identificação ou classificações dos documentos que sejam efetivamente relevantes. Determinados documentos e informações de que tratam as regras não necessariamente terão trânsito pelas plataformas. A definição mais precisa de responsabilidades pela guarda, a ser efetuada não necessariamente pelas plataformas, poderá auxiliar na efetividade das normas a observar.

3.2. Operação das plataformas

3.2.1. Autorização de funcionamento (arts. 12-17)

Vale comentar pontualmente algumas das propostas circuladas na Minuta, pertinentes ao regime de funcionamento das plataformas.

No caput do art. 13, seria dispensável a referência à inscrição da plataforma no CNPJ, dado ser este um registro, previsto em lei e em regulamento, obrigatório para funcionamento de qualquer pessoa jurídica ou equiparado. Também é dispensável a obrigatoriedade do § 2º, segundo o qual

sócios de plataformas devem ser residentes no Brasil, tendo em vista que não há limitação constitucional ou legal que imponha essa qualidade ou que legitimamente estabeleça distinções entre o capital estrangeiro e o capital nacional (Constituição da República, art. 171 e Lei nº 4.131/61).

Quanto ao atendimento dos requisitos de que tratam os incisos II e IV, não há definição clara sobre como deve ser feita a comprovação desses requisitos ou se bastará a mera declaração a respeito. Particularmente quanto ao inciso III, a dúvida já foi referida acima: como poderá a plataforma assegurar a segregação de investimentos sem confusão com os seus próprios e os do emissor, visto que quaisquer valores devem (na proposta da Minuta) ser mantidos na instituição financeira? Ainda que venha a ser esclarecida essa dificuldade, a segregação será entre a plataforma e todos os emissores considerados em conjunto, ou entre a plataforma e com afetação de cada emissor individualmente?

3.2.2. Regras de conduta (arts. 18-28)

Entre os comentários que se podem formular, os principais dizem respeito às propostas dos arts. 18 e 19 da Minuta. No primeiro caso, a maior dificuldade é semelhante às de que trata o caput do art. 9º (bem assim os arts. 8º; 18; 20, § 2º, além do Anexo 8), objeto dos comentários do Item 3.1.1 acima. Com atenção ao art. 19, a exigência de verificação de documentos, informações e procedimentos, assim como a tomada de ações, ver os comentários do Item 2.2.3 acima.

Também algumas das disposições propostas referem não a regras de conduta imediatamente cabíveis à plataforma, mas a outros participantes da oferta. Por exemplo, os arts. 20, II e 22, II, que dizem respeito a fatos e ocorrências que escapam a sua atuação como veiculadora da oferta. Na mesma linha de raciocínio, são imputadas às plataformas atividades que não se relacionam com a veiculação da oferta, mas pressupõem que continuará prestando, em caráter permanente, o serviço de comunicação entre investidores e emissores após o encerramento.

É o caso das estipulações obrigatórias constantes dos arts. 20, 22, 24 e na Seção 5 do Anexo 8. As dificuldades são variadas. Tal atividade é obrigatória ou meramente facultativa? É exclusiva de plataformas ou poderá ser exercida por empresas que não sejam assim consideradas? Os custos para esse serviço já estão incluídos nos honorários pela veiculação da oferta? Qual sua responsabilidade se o emissor não lhe fornece informações? A quem deve a plataforma recorrer nessa situação, e quais os remédios cabíveis?

3.2.3. Comunicação com investidores (art. 29-31)

Também neste caso (em linha com as observações do Item 2.4.2 acima) a Minuta assume um modelo operacional das plataformas: a existência de fóruns eletrônicos de discussão, como se o fato de a funcionalidade ser ofertada atualmente implicasse adoção obrigatória. Ou seja, o

regulador presume a operação do serviço regulado numa dinâmica de top-to-bottom, determinando mecanismos de gestão de um negócio privado, ao largo do mandato específico de regramento da oferta pública em si. Poderão as plataformas simplesmente não adotar um fórum de debates sobre as ofertas, ou se não o fizerem estarão sujeitas a sanção? Ou sua adoção é estritamente facultativa, e as regras sugeridas apenas não serão aplicáveis? A Minuta aplaca a dúvida.

De toda forma, algumas reflexões a respeito, na circunstância de que seja obrigatório o emprego de mecanismos que possibilitem a comunicação entre investidores e emissores no contexto de realização da oferta. Seria pertinente vedar a exclusão de perguntas e comentários de potenciais investidores à oferta e suas circunstâncias, ainda que de caráter crítico. Não obstante, podem ocorrer excessos verbais de parte a parte, inclusive com uso de palavreado chulo, imputações difamatórias e outras mensagens de conteúdo equivalente. Caberia a inclusão de dispositivo que permitisse não apenas a exclusão, mas eventualmente a suspensão ou cancelamento de acesso do potencial investidor à plataforma, como hipótese justificada de restrição da oportunidade de investimento.

Por outro lado, é evidente a necessidade de que as mensagens veiculadas por fóruns de discussão, esclarecimento e formulação de perguntas e respostas tenham seus emissores identificados, visto que é livre a manifestação de pensamento, desde que não seja anônima. Pode, ainda assim, ser oportuno que as mensagens possam ser apresentadas no fórum com omissão de seu autor, com fins exclusivos de evitar constrangimentos. Esse é o caso de perguntas e informações legítimas, mas em linha com a anedótica expressão “tudo o que você quis saber a respeito mas tinha vergonha de perguntar”. Dadas as funcionalidades tecnológicas de qualquer sistema de comunicação do gênero, é o caso não de anonimato, mas de simples omissão da identidade do autor por conveniência. Nesses casos, será ampliado o espectro de informações para formar o convencimento do investidor, sem nenhum tipo de prejuízo aos envolvidos.

3.2.4. Suitability (art. 48)

O art. 48 da Minuta dispensa as plataformas de aplicar as regras específicas de verificação da adequação de produtos, serviços e operações dos investidores (atualmente reguladas pela ICVM 539) e, como tal, libera esses participantes das responsabilidades decorrentes. Não obstante, as obrigações de verificação cabíveis à plataforma podem lhe resultar na imposição de encargos adicionais.

No Item 2.2.3 acima forma feitas algumas considerações a respeito. Ao passo que as regras da ICVM 539 parecem prover suficiência à formulação de questionários pelos integrantes do sistema de distribuição e de declarações prestadas pelo investidor. Já no art. 4º, III e parágrafo único, III, não há certeza se basta a declaração do investidor, ou se cabe à plataforma exigir documentação que comprove patrimônio líquido de investimento ou renda bruta anual (art. 1º, IV e V).

As regras de que trata a Minuta seriam consideravelmente mais simples se, em vez de dar ensejo à exigência de apresentação dessas informações, conferisse suficiência à declaração expressa do investidor, eximindo a plataforma de responsabilidade adicional e indesejada, bem como alocando àquele os efeitos de declaração imprecisa, incompleta ou inveraz.

4. DEMAIS PARTICIPANTES

4.1. Investidor (art. 4º)

4.1.1. Destinação das regras

Ao longo das considerações aqui formuladas, diversos tópicos tocaram o tema do investidor, efetivo ou potencial. Especificamente, uma apreciação crítica que se pode formular à Minuta é de prover tratamento excessivamente prudencial da tutela do investidor, por vezes até paternalista. A impressão geral é de que as regras propostas são direcionadas a um investidor-tipo, o indivíduo médio que é cauteloso com as relações jurídicas e econômicas que lhe tocam, porém sem o qualificativo da especialização ou refinamento em matéria de investimentos financeiros e correlatos.

Não se pode negar que a experiência recente de captações por entes desregulados ou sujeitos a regulação mínima apresenta exemplos de abusos e fraudes. Basta lembrar as emissões de “CIC-boi” e outras figuras, particularmente relacionadas a investimentos agropecuários, que causaram inestimáveis prejuízos a investidores que adquiriram títulos sem lastro real. Mesmo em determinadas situações no mercado bursátil, envolvendo emissores de grande porte, investidores sofisticados e agentes de distribuição bem reputados são facilmente lembrados.

É, portanto, sensível e elogiável a cautela pretendida pelo regulador. Não obstante, é de se mencionar que as circunstâncias do recente mercado de emissões de MEs e EPPs são profundamente diferentes. Os incentivos de investimento em pequenas ofertas públicas é naturalmente de pessoas que sabem a diferença entre uma captação de R\$ 5 milhões e outra de R\$ 5 bilhões. Os emissores e ofertantes são diferentes, seja em seus ramos de atuação, seja em seu porte, seja na diminuição de distância e facilidade de acesso entre os envolvidos.

Daí decorre que a Minuta zelou em direcionar seus esforços a circunstâncias que não são tão verificadas ou, se verificadas, são anacrônicas e até mesmo ultrapassadas. Um dos méritos desse incipiente mercado de captações é que há muito a crescer e desenvolver, de forma que o investidor-tipo de hoje não necessariamente compreenderá o investidor-tipo de amanhã. Dado seu caráter prospectivo e não retrospectivo, a instrumento de regulação deve se voltar não apenas às realidades presentes, senão especialmente às futuras.

A oportunidade a considerar, e que afeta o conjunto das propostas circuladas na Minuta, é de editar regras que tratem o investidor como participante pleno do mercado. A Minuta se refere brevemente ao investimento a ser efetivado por investidores qualificados (art. 4º, II), ou à participação de investidores qualificados no capital de emissores de pequeno porte (fundo referidos no art. 2º, § 2º). A julgar pelo desenvolvimento do mercado brasileiro, e tal como já verificado em algumas oportunidades, vêm ocorrendo captações em que participam fundos de venture capital ou pessoas jurídicas de porte relevante, e que não merecem tratamento consentâneo na Minuta. Esses fundos e empresas não necessariamente adotam forma societária que os enquadre como investidores qualificados ou profissionais.

Também o investidor-tipo não é o homem médio que arrisca tomar decisões precipitadas ou irrefletidas sobre seus investimentos. No contexto brasileiro, em que o mercado de investimentos de risco é de relativamente baixa atratividade (concorrendo com as taxas de remuneração quase irrecusáveis de títulos públicos e sucedâneos), poucas são as chances de prejuízo genérico em captações de poupança popular.

Como já se ressaltou, mecanismos substitutivos de limitações genéricas a valores de investimento bem podem ser substituídos por mecanismos que induzam decisão refletida e consciente pelo poupador-investidor. Uma possibilidade é que os termos de ciência de risco sejam acompanhados de declarações de veracidade das declarações prestadas, com os possíveis efeitos do art. 299 do Código Penal. Outra é de que o conjunto das declarações do investidor efetivo ou potencial (em especial, mas não apenas as dos arts. 4º, parágrafo único, III e 19, IV) e sejam instrumentadas em suporte físico e sujeitas a reconhecimento de firma do declarante. Para tanto, podem ser empregadas as modalidades de reconhecimento por semelhança e, em especial, por autenticidade, que exige a presença do signatário frente ao oficial de tabelionato.

Estes mecanismos sugeridos podem até ser considerados ultrapassados mas, ao demovê-lo da inércia ou impulsividade tão naturais nas ações realizadas pela internet, oferecem estímulos e incentivos para a decisão informada do investidor e consequências para ações que este afirme terem sido impulsivas ou viciadas de erro ou excessivamente onerosas.

4.1.2. Intenções de investimento não vinculantes (art. 3º, III)

Na esteira das considerações anteriores, a ausência de estipulações dirigidas à assunção de responsabilidades pelo investidor é um aspecto em aberto da Minuta. Um elemento significativo dessa ausência são os dispositivos que conferem caráter não vinculante às propostas de subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta, pelos potenciais investidores que assim se manifestarem (art. 3º, III; art. 25, I; Anexo 8, Seção 6, item "f"). Esta ausência de produção de efeitos é particularmente incomum no âmbito do mercado capitais, senão mesmo inédita.

Em que pese o dever de cuidado que o regulador deve impor no trato da captação pública de poupança, parece desproporcional que o potencial investidor não seja penalizado por aceitar uma oferta sem arcar com as consequências de sua falta de critério ou seriedade. O regime proposto destoa das regras de direito comum relativas ao mecanismo da policitação, essencial no processo de formação de contratos (Código Civil, art. 427 e seguintes). Uma vez formado o vínculo entre o ofertante e o oblato, devem se seguir as regras que entre ambos os sujeitam a direitos e obrigações recíprocos – ainda que as manifestações de vontade tenham natureza preliminar (Código Civil, art. 462 e seguintes).

4.1.3. Limites de investimento (art. 4º)

Ao longo destes comentários foram veiculadas impressões sobre a adoção de regras estritas de limitação de recursos objeto de investimento participativo. Sobre possíveis regras envolvendo investidores potenciais e ofertas privadas, ver observações do Item 2.1.2 acima. Sobre a verificação pelas plataformas do enquadramento dos investidores e responsabilidades incidentes, ver observações do Item 2.2.3 acima. Sobre regras de suitability, ver observações do Item 3.2.4 acima. Sobre a adoção de mecanismos para gerar efeitos ao investidor sobre as declarações prestadas, ver observações do Item 4.1.4 acima.

4.2. Sindicato de Investimento Participativo (arts. 32-37)

4.2.1. A figura jurídica dos sindicatos

Talvez a estrutura apresentada à discussão pública sobre a operação dos chamados sindicatos de investimento participativo seja a mais polêmica dentre as propostas de alteração.

Como se sabe da incipiente experiência com os sindicatos, eles são habitualmente um meio de investidores anjos mais renomados e experientes (os investidores líderes) atraírem outros investidores que venham a concordar com sua tese de investimento e aderir, no todo ou em parte, a oportunidades de investimento que os líderes identificarem e nos quais necessariamente investirão.

Tal como nas observações do Item 2.4.2 acima, e de maneira mais excessiva, a CVM presume dinâmica e modelo operacionais de sindicatos do gênero unilateralmente. Na verdade, a premissa oculta é dupla: primeiro, sobre o funcionamento do modelo das plataformas; segundo, de que o sindicato vai funcionar ao abrigo de uma plataforma e necessariamente realizar atividades de divulgação de suas oportunidades a todo e qualquer visitante. Embora o Edital faça referência à experiência recente no Brasil, é necessário reiterar que o uso desse tipo de estrutura é tão nova (desde 2013 nos EUA, desde 2015 no Brasil) que nem mesmo houve oportunidade de se afirmar com se a estrutura vai se consolidar.

A Minuta, a propósito, reconhece que em nenhuma das jurisdições pesquisadas houve notícia de regulamentação sobre estruturas semelhantes. Isto implica que, na medida em que em outras jurisdições o papel das plataformas é de participante do sistema de distribuição de valores mobiliários – e esta foi uma das premissas para a adoção dessa premissa no modelo local proposto –, em outras jurisdições o agrupamento de anjos sob um mesmo veículo não é considerado como tal, menos ainda como oferta pública (ou, no dizer da Minuta, “cooferta”). Porém, na regulação sugerida, o sindicato é distribuidor, ofertante (art. 33) ou exerce um pouco das duas funções? Aqui se reiteram também as razões vazadas nos comentários do Item 2.4.

Não esclarece a Minuta, ainda, se a existência de sindicato que não se estruturem publicamente é possível, ou mesmo se é possível sua estruturação em caráter privado.

4.2.2. Estrutura e operação

A Minuta define que um sindicato somente pode se estruturar como uma sociedade de propósito específico (art. 32, § 1º). Bem, que tipo de sociedade? Presume-se que limitada (dificilmente uma sociedade anônima dada sua estrutura), dada a referência à necessidade de seu registro (§ 3º) e, portanto, já se afasta a possibilidade de que uma sociedade em conta de participação seja esse veículo. Ou seja, afastando uma hipótese de que já se vem falando há pelo menos quinze anos. De qualquer forma, a Minuta observa que a SPE deve observar os requisitos legais aplicáveis – o que pode suscitar (i) dúvidas sobre quais sejam os requisitos, visto que não há definição legal de sociedade de propósito específico, ou (ii) mera perplexidade, pois não se pode imaginar a constituição de um ente lícito que não observe os requisitos legais.

Pergunta-se: sendo uma sociedade registrada, quem serão seus sócios? O investidor líder (presume-se) e mais quem? Ou não necessariamente o investidor líder deve ser sócio? Idem quanto à gestão: é obrigatório ou facultativo que o líder seja administrador da sociedade? Pode ser apenas um prestador de serviço? Quem serão os sócios e administrador, se o líder não precisar participar de seu quadro?

A Minuta ainda obriga que a SPE tenha por objeto a participação em ofertas de um único empreendedor de pequeno porte (§ 1º). Qual razão de fato determina essa determinação? Suponha-se a formação de um sindicato que se proponha investir numa captação de emissor de pequeno porte. Será necessário definir um investidor líder, debater a estrutura societária, registrar a nova pessoa jurídica, preparar e firmar contrato com o investidor líder (art. 19, I, g), preparar a contratação com a plataforma (art. 34), negociar e firmar contrato com a plataforma, definir a estrutura dos valores mobiliários da SPE-sindicato, veicular a oportunidade, provavelmente receber os recursos dos investidores sindicalizados (a Minuta é omissa), para então participar da oferta pública do emissor de pequeno porte. Então, por qualquer razão, a emissão não se realiza (por exemplo, não atingimento do limite mínimo dentro do prazo de noventa dias, conforme arts. 3º, I e § 2º). Todo o trabalho, os custos, esforços, despesas, etc. terão sido incorridos e em vão,

arcados por investidores ou pelos sócios da SPE, não se pode de antemão saber – numa estrutura que, segundo o Edital, é meritória e pode mitigar o problema típico do investment-based crowdfunding.

É sabido que as experiências brasileiras com sindicatos envolveram a estruturação de sociedades limitadas vinculadas a ofertas específicas, mas a adoção dessa modalidade obedeceu a uma lógica bastante específica. No caso, a impossibilidade de outras sociedades participarem do capital de empresas no regime tributário do Simples Nacional, visto se entender que de tal regime apenas poderiam participar empresas que não estivessem enquadradas nas vedações do art. 3º, § 4º da Lei Complementar nº 123/06.

A questão é que o referido § 4º apenas restringia as empresas ali listadas de participar do Simples, porém as vedações ali referidas não as descaracterizavam como MEs e EPPs. A definição legal de MEs e EPPs é a do caput do art. 3º da Lei Complementar nº 123/06, o que fica claro mediante simples leitura do art. 3º-B, incluído pela Lei Complementar nº 147/14. E tudo isso por qual razão? Pelo fato de, sob as atuais regras, serem consideradas pela CVM como MEs e EPPs apenas as empresas que não tenham as características referidas no do art. 3º, § 4º.

Assim, para reunião de vários anjos sob um sindicato, foram constituídas SPEs, sob a forma de sociedades limitadas e que pudessem ser admitidas ao Simples Nacional e, daí, serem admitidas como MEs pela CVM. Isto feito, essas empresas emitiram títulos de dívida em oferta pública, títulos esses cujos recursos seriam empregados para adquirir outros títulos de dívida, desta vez conversíveis e emitidos privadamente pela sociedade-alvo do investimento inicialmente prometido. Assim, a SPE-sindicato não violaria a vedação (equivocada) de ser sócia de outra pessoa jurídica, nem a sociedade-alvo de ter em seu quadro social outra pessoa jurídica.

Essa longa e complexa estruturação descrita foi necessária para atender a interpretação que a CVM confere ao art. 5º, III, da ICVM 400. Em resumo, o Edital refere à experiência brasileira de SPEs para veicular sindicatos e as regras Minuta visam tornar essa estrutura como obrigatória. Porém, a estrutura foi usada apenas para cumprir regras da CVM, não por simples escolha dos interessados nem por eficiência da estrutura. A Minuta, portanto, pretende perpetuar uma estrutura complexa, custosa e desnecessária, ao mesmo tempo em que veicular algumas novas sugestões que extinguem a razão de ser dessa mesma estrutura.

Já o parágrafo único do art. 33 veda que as quotas possam ser os valores mobiliários em oferta pelo sindicato, tal como no art. 3º, § 7º, II, pelo que se faz referências aos comentários do Item 2.2.4. Mas também ações e “qualquer outra forma de participação” são vedadas. A esse respeito: de que tipo de participação está falando? Participação no capital, conversível em capital, ou alguma outra modalidade? Ocorre a inclusão de nova norma regulamentar, cuja finalidade e objetivo são discutíveis em função do interesse público que justifica a atuação no mercado de

capitais, limitando a atuação de um novo ente que está fazendo uma oferta pública dispensada de registro no contexto de outra oferta pública dispensada de registro. Melhor conviria exigir o registro de todos os participantes e simplificar o processo. Talvez não se tenha visto tamanhos detalhes regulatórios para permitir a realização de atos que se vista dispensar do regime regulatório geral do ente normatizador.

O art. 34 exige contratação entre plataforma e SPE-sindicato, o que em mais uma oportunidade implicaria obediência a normas estipuladas dentro de um contexto incipiente e em franco desenvolvimento, dada a ausência de determinações sobre sua estrutura ou funcionamento.