

À

Comissão Brasileira de Valores Imobiliários (“CVM”)

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM N° 06/2016

Prezados Senhores:

Conforme facultado pelo item 5 do edital em epígrafe, encaminhamos no quadro abaixo sugestões para a construção da nova instrução normativa CVM que dispõe 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.

Texto atual	Proposta de alteração	Justificativa
Art. 3º, § 1º As condições estabelecidas neste artigo devem ser verificadas pela plataforma na realização de cada oferta.	§ 1º As condições estabelecidas nos incisos I, II, III e IV devem ser verificadas pela plataforma na realização de cada oferta.	A verificação do atendimento do inciso V dependeria de fiscalização permanente do negócio do empreendedor pela plataforma, o que é incompatível com a função desempenhada por esta.
Art. 3º, § 2º Nas ofertas públicas dispensadas de registro nos termos desta Instrução não é admitida a distribuição parcial caso o montante final depositado pelos investidores nos termos do art. 5º seja inferior ao valor alvo de captação.	Art. 3º, § 2º Nas ofertas públicas dispensadas de registro nos termos desta Instrução não é admitida a distribuição parcial caso o montante final depositado pelos investidores nos termos do art. 5º seja inferior ao valor alvo de captação, <u>salvo se o empreendedor de pequeno porte investir o montante faltante ou houver concordância dos investidores com a redução do valor alvo.</u>	É razoável permitir que o empreendedor de pequeno porte complemente o montante pretendido, pois dessa forma se elimina o risco de não execução do investimento planejado. É justamente esse risco que a regra pretende mitigar. Deve-se também assegurar a possibilidade de distribuição parcial se os investidores expressamente concordarem.
Art. 4º, III - cuja renda	Art. 4º, III - cuja renda	O limite estabelecido pela legislação pátria nos

<p>bruta anual ou patrimônio líquido de investimento seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), hipótese na qual o limite anual de investimento mencionado no caput pode ser ampliado para até 10 % (dez por cento) do maior destes dois valores por ano-calendário;</p>	<p>bruta anual ou patrimônio líquido de investimento seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), hipótese na qual o limite anual de investimento mencionado no caput pode ser ampliado para até 20 % (vinte por cento) do maior destes dois valores por ano-calendário;</p>	<p>descontos dos salários dos trabalhadores é de até o máximo de 30% da remuneração recebida. Dessa feita, não é razoável que a capacidade de endividamento seja superior a capacidade que investidor terá para aportar seu dinheiro em investimentos, mesmo que estes sejam considerados de risco. Enquanto no endividamento haverá a incidência de juros, no investimento de risco, no pior cenário, ocorrerá apenas o perecimento do montante investido.</p>
<p>Art. 4º (...) Parágrafo único. Para fins do cumprimento do limite estabelecido neste artigo, a plataforma deve:</p>	<p>Art. 4º (...) Parágrafo único. Para fins do cumprimento do limite estabelecido neste artigo, a plataforma deve obter declaração do investidor confirmando que entende e respeita as regras de limitação de investimento previstas no art. 4º</p>	<p>Essas normas tem por objetivo a proteção do próprio investidor. Sendo assim, é razoável que se confie na declaração por ele prestada. A exigência de comprovação e gestão documental gera custo de transação desnecessário e aumenta a complexidade do processo.</p>
<p>Art. 9º O endereço na rede mundial de computadores com as informações essenciais sobre a oferta pública deve ser mantido em operação e disponível sem restrições de acesso para o público em geral por, no mínimo, 5 (cinco) anos para todas as ofertas realizadas, inclusive as que não lograrem êxito por não terem atingido o valor alvo de captação.</p>	<p>Art. 9º O endereço na rede mundial de computadores com as informações essenciais sobre a oferta pública deve ser mantido em operação e disponível sem restrições de acesso para o público em geral por, no mínimo, 5 (cinco) anos para todas as ofertas realizadas; quando as ofertas não lograrem êxito por não terem atingido o valor alvo de captação, esse prazo deve ser de no mínimo 1 ano.</p>	<p>A exigência de manutenção de informação, pelo prazo de 5 anos, mesmo quando a oferta não logrou êxito, é desarrazoada. Nesse caso, a relevância é significativamente menor do que nas situações em que a oferta foi exitosa, servindo unicamente para educar o mercado. Sendo assim, deve-se exigir prazo não superior a 1 ano.</p>
<p>Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente no ambiente eletrônico da plataforma, sendo vedadas ao empreendedor de pequeno porte e ao</p>	<p>Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente no ambiente eletrônico da plataforma, sendo vedadas ao empreendedor de pequeno porte e ao investidor líder a promoção e a divulgação da oferta</p>	<p>A oferta deve ficar limitada ao ambiente da plataforma, mas sua divulgação deve ser liberada também em outros meios, desde que se remeta o interessado ao site da plataforma. Da forma como está redigido, o dispositivo pode levar ao entendimento de que o empreendedor não poderá divulgar a oferta sequer em sua página pessoal, o que limitaria de forma desarrazoada a possibilidade de captação.</p>

investidor líder a promoção e a divulgação da oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma.	fora do ambiente eletrônico Parágrafo Único: a divulgação da oferta poderá ser feita em outros meios, remetendo-se o interessado ao site da plataforma eletrônica.	
Art. 13. §1º I – possuir capacidade econômico-financeira compatível com as operações a serem desempenhadas, e dispor de patrimônio líquido mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais);	Art. 13. §1º I – possuir capacidade econômico-financeira compatível com as operações a serem desempenhadas, e <u>dispor capital social mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais);</u>	Sugere-se que o requisito se dê sobre o capital social e não sobre o patrimônio líquido, permitindo-se que os valores sejam integralizados à medida em que os investimentos se façam necessários.
Art. 13, §1º II - dispor de organização administrativa e recursos humanos suficientes para a adequada prestação de seus serviços;	(excluir)	A organização administrativa e os recursos humanos necessários para adequada prestação de serviços são requisitos mercadológicos determinantes para o sucesso ou insucesso de qualquer empresa. É temerário colocar isso como requisito passível de análise subjetiva pela autarquia, posto que, além de ferir o princípio da livre iniciativa, a interpretação do auditor para a suficiência desses requisitos pode não ser razoável.
Art. 25, VI – as taxas de mortalidade de empreendedores de pequeno porte observadas no país;	Art. 25, VI – as taxas de mortalidade de empreendedores de pequeno porte observadas na plataforma desde sua criação.	A figura do empreendedor de pequeno porte está sendo criada com a instrução, não havendo dados disponíveis. Sendo assim, só faz sentido exigir essa informação quando ela passar a existir e vinculada a uma plataforma específica.
Art. 28, X – realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários;	(excluir)	A Comissão de Valores Mobiliários - CVM reconhece que dentre os principais riscos aos quais são expostos o investidor, a falta de liquidez dos valores mobiliários é aquele fator de grau mais elevado. No mesmo sentido, é destacado por esta autarquia que as plataformas de investimento coletivo devem exercer a função de <i>gatekeepers</i> e não apenas operarem como um mural de anúncios de ofertas (<i>bulletin board</i>). De forma a protegerem os investidores, impedirem fraudes e solicitações de investimento indevidas. Diante disso, a vedação às plataformas de realizarem a intermediação secundária de valores mobiliários vai de encontro a esses dois pontos. Ora, se a falta de liquidez é um dos maiores riscos ao investidor, deve a CVM permitir que a própria plataforma realize a intermediação secundária dos

		<p>títulos adquiridos por estes como forma de mitigar esse risco.</p> <p>Por outro lado, a manutenção dessa proibição pela CVM levará aos investidores buscarem outros meios de negociarem seus títulos. Nesse sentido, no intuito de atingir um número maior de interessados o investidor poderá fazer o uso de sítios eletrônicos online que funcionam como mural de anúncios de ofertas, tais como Mercado Livre e OLX.</p> <p>O registro da plataforma junto à CVM só será concedido àquelas que estejam estruturadas e qualificadas para exercerem a função de gatekeepers do mercado. Com isso, a intermediação secundária de valores mobiliários dispensados de registros propiciará ao investidor maior liquidez aos seus títulos, ao mesmo tempo em que protegerá investidores que tenham o interesse em adquirir esses valores mobiliários em um mercado secundário e eventualmente se deparem com ofertas em murais de anúncios sem qualquer regulação.</p> <p>Essa possibilidade vem sendo amplamente discutida no meio jurídico-regulatório nos Estados Unidos e Inglaterra, estudiosos indicam que a intermediação pela plataforma de um mercado secundário é salutar, desde que haja regras específicas para tanto. Deste modo, cumpre a CVM desempenhar esse papel inovador e de grande valia para investidores, emissores e o mercado em geral.</p>
Anexo 8, Seção 6. Alertas, j) informar da inexistência de mercado secundário regulamentado de negociação de valores mobiliários adquiridos em oferta dispensada de registro nos termos desta Instrução;	(excluir)	Alteração realizada para refletir as mudanças propostas anteriormente.
Art. 2º, III – empreendedor de pequeno porte: sociedade regularmente constituída no Brasil com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na	Art. 2º, III – empreendedor de pequeno porte: <u>produtor rural</u> ou sociedade regularmente constituída no Brasil com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM;	<p>É sabido que o inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 foi inspirado no conceito de <i>investment contract</i> do direito norte-americano, cujos elementos foram parametrizados em <i>U.S. Securities and Exchange Commission v. W.J. Howey Co.</i>, quando a Suprema Corte dos Estados Unidos foi instada a decidir se a venda de lotes de determinadas árvores frutíferas, cultivadas pelo emissor, e em benefício dos adquirentes dos referidos lotes caracterizaria um contrato de investimento coletivo.</p> <p>Nesse mesmo sentido, a motivação legislativa explícita para esse inciso foram negociações promovidas no âmbito do agronegócio. Com isso, pode-se perceber que os contratos de investimento coletivo tiveram sua origem em investimentos lastreados no mercado agropecuário. Deste modo, de forma a bem regularizar</p>

CVM;		o mercado, deve-se ampliar a possibilidade de o empreendedor de pequeno porte ser Produtor Rural, na forma da lei.
------	--	--

Sendo o que tínhamos para o momento, permanecemos à disposição.

Atenciosamente,

João Emmanuel Cordeiro Lima

Gabriel Carlos dos Reis Costa Dias