COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 8/2018-CVM/SDM

Rio de Janeiro, 11 de maio de 2018.

Senhor Superintendente Geral,

Assunto: **Apreciação da proposta de revogação da Instrução CVM nº 296/98.**

1. Serve o presente Memorando para solicitar a apreciação do Colegiado desta CVM, a respeito da conveniência e oportunidade da revogação da Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998 ("ICVM nº 296/98"), que dispõe sobre o registro de distribuição pública de Contratos de Investimento Coletivo ("CICs"), com base nos argumentos ora apresentados.

2. Preliminarmente, cabe a contextualização da evolução normativa relacionada a ofertas de distribuição, conforme a seguir.

3. A Instrução CVM nº 296/98 foi editada na vigência da Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988 ("ICVM nº 88/88"), que então disciplinava a oferta pública de valores mobiliários, revogada, em 2004, pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 ("ICVM nº 400/03" ou "norma de registro de ofertas").

4. A ICVM nº 88/88 dispunha taxativamente sobre o registro de distribuição pública de: i. ações ordinárias ou preferenciais de companhia aberta (em patamar superior a 5% das ações em circulação ou cujos esforços de venda caracterizassem oferta pública); ii. ações ou debêntures emitidas por companhias fechadas com concomitante pedido de registro de companhia aberta; iii. colocação secundária de debêntures já emitidas por companhia aberta mediante subscrição particular; iv. direitos de preferência à subscrição de valores mobiliários, respectivos cupões ou recibos de subscrição (que

equivalessem a 5% das ações em circulação); e v. bônus de subscrição (que equivalessem a 5% das ações em circulação).

5. À época da edição da ICVM nº 296/98, previa a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, nos termos da redação então vigente do art. 2º, que se tratavam de valores mobiliários: i. as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; ii. os certificados de depósito de valores mobiliários; e iii. outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Entretanto, no mesmo ano de 1998 foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, que introduziu no direito brasileiro um conceito mais amplo de valor mobiliário, abarcando os contratos de investimento coletivo, quando ofertados publicamente. A referida Instrução veio regulamentar essas ofertas públicas de CICs.

6. Já com a reforma legal de 2001, foi acolhido tal conceito amplo de valor mobiliário, por meio da inclusão do inciso IX no art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, que define os títulos ou contratos de investimento coletivo.

7. Em 2003, foi editada a Instrução CVM nº 400/03 a qual revogou a ICVM nº 88/88, estabelecendo em seu art. 60, parágrafo único que:

"A presente Instrução aplica-se a toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários, salvo, quando houver regulação específica, nas disposições relativas a:

I - Prospecto e seu conteúdo;

II - documentos e informações que deverão instruir os pedidos de registro;

III - prazos para a obtenção do registro;

IV - prazo para concluir a distribuição; e

V – hipóteses de dispensas específicas".

8. O dispositivo acima afetou diretamente a aplicabilidade da ICVM nº 296/98, revogando tacitamente várias de suas regras, mas não a sua integralidade (conforme corroborado pela PFE, em consulta interna). Adicionalmente, a edição da ICVM nº 400/03 criou a possibilidade da realização de ofertas públicas por microempresas e empresas de pequeno porte com dispensa automática de registro de oferta (dentro de certos limites), o que "esvaziou" a utilidade da ICVM nº 296/98, cujo foco era ofertas e emissores menores.

9. Desde então, não identificamos nenhuma concessão de registro de oferta pública fundamentado na ICVM nº 296/98 (o último registro identificado é de 2002).

10. Posteriormente, seguiram-se normas atualizando o arcabouço regulatório de determinados valores mobiliários, inclusive no que diz respeito ao regramento de suas

respectivas ofertas públicas, subsidiariamente à ICVM nº 400/03, como por exemplo, no caso de cotas de fundos de investimento em participação e imobiliário, notas promissórias comerciais e CRI.

11. Já em 2017 foi editada norma específica para tratar das ofertas de valores mobiliários, realizadas com dispensa de registro de distribuição, por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, no modelo de *investment-based crowdfunding*. Ademais, a Instrução CVM nº 588/17 revogou uma das três hipóteses de dispensa automática de registro de oferta pública previstas na ICVM nº 400/03, notadamente o art. 5º, inciso III, que tratava da dispensa automática para oferta pública de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e micro empresas conforme definidas em lei (mencionada no parágrafo 8º acima).

12. Do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/16, que tratou de tal Instrução, entendemos relevante para a contextualização da proposta em tela, transcrever o seguinte trecho, especificamente a respeito da revogação da dispensa prevista no dispositivo acima citado:

"A nova regulamentação, ao estabelecer responsabilidades para as plataformas em relação às ofertas e impor limites individuais aos investidores de varejo, traz um arcabouço muito mais adequado ao funcionamento dessas ofertas dispensadas de registro voltadas para investimento em empreendedores de pequeno porte".

13. Ao apreciar os comentários recebidos do mercado, o Relatório de Audiência Pública SDM nº 06/16 apontou que a dispensa contida no citado inciso III do art. 5º da ICVM nº 400/03 foi pouco utilizada ao longo de sua vigência pelos emissores de valores mobiliários até o surgimento das plataformas de *crowdfunding*.

14. Ademais, na decisão de revogação do dispositivo em comento, ponderou ainda a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado que a CVM sempre poderá apreciar pedidos de dispensa de comandos específicos da norma de registro de ofertas, com base no art. 4º da ICVM nº 400/03, não tendo sido considerado conveniente regulamentar a operacionalização de tais pedidos, estando, portanto, sujeitos aos critérios de análise da CVM, inclusive à luz da evolução observada nos instrumentos desenvolvidos pelo mercado.

15. Feita tal introdução, passaremos ao mérito da proposta objeto do presente Memorando.

16. Inicialmente, cabe pontuar que, ao disciplinar sobre o registro de distribuição pública de Contratos de Investimento Coletivo, a ICVM nº 296/98 contempla a hipótese de realização de ofertas por parte de emissores não registrados. Com efeito, o § 1º do art.

3º da Instrução em tela estabelece que, caso o valor total dos CICs, incluindo aqueles previamente registrados, em circulação, supere o montante de R$ 10 milhões, deverá o emissor estar registrado como companhia aberta.

17. A respeito desse segmento de ofertas contemplado pela ICVM nº 296/98, a Instrução CVM nº 588/17 estabelece que as sociedades empresárias de pequeno porte, as quais, por definição, não são registradas junto à CVM, podem realizar distribuição pública de valores mobiliários através do modelo de *crowdfunding*, tendo como valor alvo de captação até R$ 5 milhões por ano-calendário, podendo ser realizada nova oferta após 120 dias contados do encerramento de uma oferta concluída com êxito. Deste modo, um emissor poderia captar até R$ 10 milhões em 12 meses através da ICVM nº 588/17, observados tais parâmetros (art. 3º inciso I e §§ 3º e 4º).

18. De pronto, identifica-se uma sobreposição regulatória para ofertas públicas de contratos de investimento coletivo realizadas por sociedades empresárias de pequeno porte, sem registro na CVM. Tal situação propicia, em tese, oportunidade de arbitragem regulatória em tal segmento: se por um lado, ao realizar oferta pública de CIC através do regime de *crowdfunding* o emissor se beneficia da dispensa de registro junto à CVM, que tem como implicação a não incidência da taxa de fiscalização, passa ele a se submeter a regime informacional mais hígido, o qual inclusive prevê a manutenção do fluxo de informações até o vencimento do valor mobiliário. Ademais, as ofertas conduzidas sob a ICVM nº 588/17 contam com as Plataformas Eletrônicas de Investimento Participativo, as quais, em certo grau, assumem atividade e deveres semelhantes a um intermediário, no âmbito de uma oferta pública de distribuição. Finalmente, sob a normatização da ICVM nº 588/17, constam limites de participação na oferta por investidor, previsão ausente na ICVM nº 296/98.

19. Vale apontar que ponderação semelhante já foi realizada no escopo da edição da ICVM nº 588/17. Nesse sentido, é importante referenciar a apreciação feita na ocasião a respeito da oportunidade de revogação de dispositivo que previa a dispensa de registro de ofertas públicas para empresas de pequeno e médio porte, contido na ICVM nº 400/03. Depreende-se do trecho transcrito no § 10, acima, que, à época, julgou-se conveniente manter, para este caso, apenas o canal de captação via modelo de *crowdfunding*, consubstanciado em uma norma que prevê obrigações informacionais alinhadas com uma estrutura regulatória moderna, bem como a existência de um *gatekeeper* regulado pela CVM.

20. Tratando-se das ofertas de CICs em patamar superior a R$ 10 milhões, o regime da ICVM nº 296/98 teria como paralelo o regramento trazido pela ICVM nº 400/03.

21. Comparando-se as exigências para o exame do registro da oferta pública de distribuição sob os dois normativos, podem ser apontadas relevantes diferenças em relação ao conteúdo informacional e documental e ainda em termos de procedimento da oferta pública.

22. A respeito do conteúdo informacional e documental, importante pontuar que tais diferenças refletem a evolução do arcabouço regulatório da atividade de registro, no caso de ofertas públicas, empregado pelo regulador do mercado de capitais. Com efeito, ao se comparar a norma que anteriormente disciplinava o registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, datada de 1988, e a ICVM nº 400/03, evidencia-se notória ampliação e melhor delimitação dos deveres e obrigações dos participantes envolvidos, ofertantes, emissores, intermediários, em paralelo à evolução do conteúdo informacional a ser provido aos investidores, pilar central da função do registro de ofertas públicas.

23. Nesse sentido, são claras as diferenças entre o Prospecto previsto pela ICVM nº 296/98 daquele elaborado à luz da Instrução CVM nº 400/03, destacando-se as seções "Estudo de viabilidade econômico-financeira" e "Fatores de risco", esta última, inclusive, não fazendo parte do escopo do Prospecto requerido pela ICVM nº 296/98.

24. Já quanto aos documentos apresentados, importante apontar que, com a edição da ICVM nº 400/03, na esteira da mais objetiva definição de deveres e obrigações dos participantes envolvidos nas ofertas públicas, conforme abordado no § 20 acima, instituiu-se a Declaração de Veracidade, firmada pelos representantes legais do ofertante e do Intermediário Líder (item 14 do Anexo II).

25. Adicionalmente, é relevante ponderar que a ICVM nº 400/03 ao tratar, no art. 4º, da possibilidade de solicitação de dispensas de requisitos e/ou procedimentos, estabeleceu, em seu § 1º, que na apreciação de tais solicitações serão consideradas, cumulativa ou isoladamente, dentre outros os aspectos, o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta e a qualificação dos investidores aos quais a distribuição será ofertada. Vale lembrar que a ICVM nº 296/98 não dispõe sobre restrição à qualificação de investidores, em relação aos CICs ofertados sob tal rito, os quais podem ser destinados ao público de varejo em geral.

26. Nesse sentido, a coexistência das ICVM nºs 296/98 e 400/03 implica em outra situação de arbitragem regulatória, nesse caso para ofertas superior a R$ 10 milhões, e ainda mais clara do que o caso de ofertas inferiores a tal patamar, por se tratarem, aqui, de duas hipóteses de submissão de ofertas ao registro junto à CVM.

27. Finalmente entendemos relevante ainda apontar aspecto que denota ser inconsistente a convivência da Instrução CVM nº 296/98 com o recém-reformado arcabouço da infraestrutura do mercado.

28. Editada em 2013, a Instrução CVM nº 541/13 dispõe sobre o depósito centralizado de valores mobiliários. Nos termos do seu art. 3º:

Art. 3º O depósito centralizado é condição:

I – para a distribuição pública de valores mobiliários; e

II – para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários.

Parágrafo único. O disposto no inciso I do caput não se aplica à distribuição pública de:

I – cotas de fundos de investimento abertos;

II – cotas de fundos de investimento fechados não admitidos à negociação em mercado secundário;

III – certificados de operações estruturadas - COE não admitidos à negociação em sistema centralizado e multilateral mantido por entidade administradora de mercado organizado; e

IV – valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte distribuídos com dispensa de registro de oferta pública por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, de acordo com regulamentação específica.

29. Não estando listado no rol de valores mobiliários em relação aos quais não se aplica a obrigação de depósito centralizado, entendemos, salvo melhor juízo, que a eventual dispensa de tal obrigação para o Contrato de Investimento Coletivo poderia ser apreciada nos termos do art. 4º da ICVM nº 400/03, ao passo em que a ICVM nº 296/98 não dispõe sobre hipóteses de dispensa de requisitos para o registro de oferta pública. Nesse sentido, entendemos que não se compatibiliza a estrutura regulatória contida na Instrução CVM nº 296/98 com a estrutura de depósito centralizado em vigor desde 2013.

30. Cumpre lembrar que, no surgimento das ofertas públicas de condo-hotéis, apesar dos valores mobiliários ofertados serem caracterizados como CICs, a CVM não utilizou a ICVM nº 296/98 para tratar tais ofertas, mas o caminho escolhido foi enquadrá-las em hipóteses de dispensas regulatórias através do citado art. 4º da ICVM nº 400/03. A própria Deliberação CVM nº 734/15, que estabeleceu regras básicas para as ofertas de condo-hotéis, fundamenta-se neste último dispositivo regulamentar e não na ICVM nº 296/98, o que demonstra sua pouca utilidade.

31. A aplicação prática da ICVM nº 296/98 mostra-se complexa para o mercado e para a própria CVM; conforme já exposto acima, diante da redação do art. 60, parágrafo único, da ICVM nº 400/03 (transcrita no §7º retro) e da evolução do arcabouço normativo da CVM nos últimos 20 anos, o que tornou a Instrução em tela anacrônica, não é clara a identificação do que ainda se aplica da referida norma ou a forma de sua aplicação.

32. Por todo o exposto, entendemos que o regramento contido na Instrução CVM nº 296/98, além de ter se tornado obsoleto, passou a implicar na possibilidade de arbitragens regulatórias à luz da evolução do arcabouço normativo de ofertas públicas.

33. Desse modo, e dentro de um esforço maior da CVM de simplificar suas regras e de redução do custo de observância, entendemos oportuna e conveniente **a revogação da Instrução em comento**, pelo que encaminhamos o presente processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido ao Colegiado da CVM para a apreciação da questão, tendo como relatoras a SRE e a SDM.

Atenciosamente,

Elaine Moreira Martis de La Rocques
(Analista - SRE)

Dov Rawet
(Superintendente de Registro de Valores Mobiliários)

Claudio do Rego Barros Benevides
(Analista - SDM)

Antonio Carlos Berwanger
(Superintendente de Desenvolvimento de Mercado)

Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet**, **Superintendente de Registro**, em 11/05/2018, às 14:50, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Elaine Moreira Martins de La Rocque**, **Analista**, em 11/05/2018, às 14:57, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Antonio Carlos Berwanger**, **Superintendente**, em 11/05/2018, às 15:19, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Cláudio do Rego Barros Benevides**, **Analista**, em 11/05/2018, às 15:42, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0515334** e o código CRC **372A060D**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0515334** and the "Código CRC" **372A060D**.*