

Revista do Advogado

Nº 152 | DEZ | 2021

Marco Legal das *Startups*

Lei Complementar nº 182/2021

**O longo debate sobre a inserção de pequenas
empresas no mercado de capitais**

Por Luciana Dias



LUCIANA DIAS

Professora da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas e advogada. Foi diretora e superintendente de Desenvolvimento do Mercado da Comissão de Valores Mobiliários. Doutora e mestre pela Universidade de São Paulo e mestre pela Universidade de Stanford.

O longo debate sobre a inserção de pequenas empresas no mercado de capitais.

SUMÁRIO

1. Introdução
 2. Diagnóstico de 2012 e o Comitê de Ofertas Menores
 3. Veículos de investimento
 4. Regimes especiais de ofertas públicas de distribuição
 5. *Crowdfunding*
 6. Intermediários
 7. Registro de emissores e custos de manutenção
 8. Considerações finais
- Bibliografia

1. Introdução

Eu costumava abrir o curso introdutório de regulação do mercado de valores mobiliários explicando aos meus alunos de graduação que o mercado de capitais não era para todos. Primeiro, ele não era para todos os investidores, porque exigia um apetite ao risco e um grau de compreensão maior dos produtos financeiros que aqueles necessários para investir em alternativas mais tradicionais, como a caderneta de poupança ou o CDB. O mercado de capitais tampouco parecia ser para qualquer empresa, porque a estrutura de governança, organização e transparência exigidas das companhias, não apenas pela regulação, mas também pela comunidade de investidores institucionais, pareciam incompatíveis com empresas de menor porte.

O mercado de capitais também não parecia ser para todos os países porque, para que ele funcione adequadamente, é preciso que exista certa profundidade e diversificação e esses fatores dependem do tamanho e características da própria economia. Assim, pensar que uma jurisdição com economia muito pequena ou concentrada pudesse eleger o mercado de capitais como principal estratégia de financiamento no setor privado seria pouco realista.

As novas tecnologias podem diminuir substancialmente os custos de processos e controles inerentes às infraestruturas de mercado.

No entanto, quando viável, o mercado de capitais era e continua sendo a opção de investimento que, em geral, apresenta as melhores oportunidades de rentabilidade para os investidores, os menores custos de capital para as empresas e um dos instrumentos mais potentes e sustentáveis de financiamento para o setor privado e para o consequente

desenvolvimento da economia de um país. Dessa forma, por ter uma economia grande e diversa e, portanto, capacidade de ter um mercado de capitais eficiente, o Brasil tinha o dever e a responsabilidade de desenvolvê-lo.

O meu lado mais cético continua acreditando no velho discurso. Porém, uma parte não desprezível de mim olha para as transformações dos últimos dez anos e para mudanças culturais recentes no mercado brasileiro e acredita que o mercado de capitais pode ser mais abrangente e acessível do que antes.

As novas tecnologias podem diminuir substancialmente os custos de processos e controles inerentes às infraestruturas de mercado e às obrigações impostas às companhias abertas, de forma que a incontornável realidade de lidar e se comunicar com efetividade com um grande número de sócios passe a ser mais simples e administrável mesmo para estruturas menores.

De acordo com pesquisa realizada pela B3, os mais de 3,2 milhões de novos investidores na bolsa brasileira são, em geral, jovens, tentam se informar antes de realizar seus investimentos e começam a investir com quantias pequenas,¹ o que demonstra um perfil muito distinto daquele que predominou por décadas. Outro exemplo de mudança cultural é o fato de que, pela primeira vez na história, os investimentos em *venture capital* no Brasil superaram aqueles de *private equity* em determinado ano: de um total de R\$ 23,6 bilhões investidos pela indústria em 2020, R\$ 14,6 bilhões corresponderam à primeira modalidade e apenas R\$ 9,1 bilhões à segunda. A principal explicação para isso foi o aumento de interesse dos investidores em *venture capital*, por exemplo, nos negócios desenvolvidos em meio à pandemia de Covid-19.²

1. Cf. dados disponíveis em http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: 19 set. 2021.

2. Cf. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL; AGÊNCIA BRASILEIRA DE PROMOÇÃO DE EXPORTAÇÕES E INVESTIMENTOS, 2021, p. 5-7.

Finalmente, nesse mesmo período, há inúmeras companhias que nasceram e transformaram o mercado financeiro, o setor de saúde, o varejo em geral, mudando a experiência de relacionamento não só com seus clientes, mas também com seus investidores e com os seus funcionários. A centralidade no cliente vem substituindo uma lógica que era voltada para a qualidade do produto. E as grandes companhias estão aprendendo a se comunicar com o investidor de varejo porque entenderam que eles são uma realidade inevitável a partir de agora.

Neste novo mundo, com o intuito de facilitar o acesso de empresas disruptivas e inovadoras ao mercado de capitais, o Marco Legal das *Startups* altera a Lei das S.A. para, de um lado, eliminar certas obrigações que podem significar custos ou podem ser incompatíveis com o estágio de desenvolvimento dessas empresas, como, por exemplo, no caso das alterações trazidas nos arts. 143 e 294, que diminuem o número mínimo de membros da diretoria e que autorizam que as publicações solicitadas pela lei sejam feitas por meio eletrônico. De outro, acrescenta à Lei das S.A. os arts. 294-A e 294-B, tratando das competências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para simplificar o regime jurídico das “companhias de menor porte”. É disto que trata o presente artigo.

Como se verá adiante, a CVM vem debatendo o fomento da participação de empresas de pequeno e médio porte no mercado de capitais desde, pelo menos, 2003, quando alterou suas regras de ofertas públicas e reconheceu certas exceções em função do comando contido no art. 179 da Constituição Federal, que determina que:

“[a] União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios dispensarão às microempresas e às empresas de pequeno porte, assim definidas em lei, tratamento jurídico diferenciado, visando a incentivá-las pela simplificação de suas obrigações administrativas, tributárias, previdenciárias e creditícias, ou pela eliminação ou redução destas por meio de lei”.

No entanto, os resultados das iniciativas adotadas até aqui foram, em sua maioria, tímidos.

Ainda assim, é possível que as discussões decorrentes da Lei Complementar nº 182, de 2021, sejam mais frutíferas do que as iniciativas anteriores porque, além do aparato regulatório construído nos últimos anos, encontram no mercado agentes e condições muito distintas. O Marco Legal das *Startups* se aproveita de uma mudança cultural dos investidores no país, das inovações tecnológicas que facilitam o tratamento e disseminação de informações, da existência de outras regulamentações já consolidadas que dão às pequenas e médias empresas um tratamento distinto e do amadurecimento do mercado brasileiro como um todo, o que, no mínimo, permite alguma expectativa e otimismo sobre os seus efeitos.

2. Diagnóstico de 2012 e o Comitê de Ofertas Menores

Dentre as iniciativas voltadas à discussão do financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de capitais e que impactaram o contexto que o Marco Legal das *Startups* ora encontra, um dos passos mais significativos foi a formação de um grupo de trabalho em 2012, pela CVM e outras instituições públicas e privadas, para analisar as regras e as práticas de mercado adotadas em sete jurisdições em que o acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais era mais significativo que no Brasil.³ Essa pesquisa abrangeu questões relacionadas aos investidores, às regras e procedimentos de oferta, aos intermediários que operavam naqueles mercados e aos próprios emissores, avaliando, inclusive, quais eram os descontos regulatórios concedidos para estimular as captações por parte de pequenas e médias empresas.⁴

3. Em especial, foram analisados os mercados principais e de acesso (conforme existentes) no Reino Unido, Canadá, Espanha, Polônia, Coreia do Sul, China e Austrália.

4. O relato da pesquisa conduzida pelo grupo de trabalho formado por essas instituições e suas principais conclusões »

O relatório apresentado por esse grupo de trabalho (Diagnóstico) levou os seus integrantes – incluindo a CVM – a constituir um comitê técnico junto a agentes de mercado (Comitê de Ofertas Menores) para discutir as informações coletadas sobre as experiências internacionais, avaliar os principais entraves ao financiamento de pequenas e médias empresas no país e elaborar propostas que dialogassem com a realidade brasileira. O plano de ação resultante dessa iniciativa continha recomendações direcionadas diretamente à CVM e a outras instituições tanto públicas quanto privadas e orientou grande parte das medidas que serão discutidas a seguir.⁵

3. Veículos de investimento

Os debates travados pelo Comitê de Ofertas Menores apontaram para a falta de investidores como o principal obstáculo ao financiamento de pequenas e médias empresas. Em especial, o comitê avaliou que os investidores estrangeiros, que haviam tido participação muito relevante nas ofertas realizadas até então, não se interessavam por operações de empresas menores em razão da menor liquidez e do risco relacionado ao seu estágio de maturação.⁶ Já os investidores institucionais brasileiros (como certas modalidades de fundos de investimento e fundos de pensão) enfrentavam obstáculos regulatórios relacionados aos investimentos em companhias com menor liquidez.

» pode ser encontrado em: AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL; BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL; BM&FBOVESPA S.A.; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS; AGÊNCIA BRASILEIRA DA INOVAÇÃO, 2012.

5. Um detalhamento das propostas formuladas pelo Comitê de Ofertas Menores pode ser encontrado em ARANHA; DIAS; PEREIRA, 2015, p. 187-251.

6. Cf. ARANHA *et. al.*, *op. cit.*, p. 219-221. Vale notar que a mesma conclusão foi alcançada em estudo conduzido em 2018 e publicado em 2019 pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) com relação ao mercado acionário brasileiro (Cf. ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2009, p. 27).

Diante dessas constatações, o plano de ação do Comitê de Ofertas Menores sugeriu aprimoramentos na regulamentação de fundos de investimento que estimulassem tanto o investimento em empresas em diferentes estágios de desenvolvimento quanto permitissem a adoção de mecanismos típicos de *private equity* e *venture capital* (PE/VC).⁷

O comitê avaliou que os investidores estrangeiros não se interessavam por operações de empresas menores em razão da menor liquidez.

Uma das medidas adotadas pela CVM em resposta a tais sugestões foi a criação de nova categoria de fundo (Fundos de Ações – Mercado de Acesso), autorizada a investir tanto em ações de companhias listadas em segmentos de bolsa de valores voltados ao mercado de acesso quanto em valores mobiliários de companhias fechadas, desde que respeitados requisitos mínimos de governança.⁸ Com isso, buscou-se permitir que a nova categoria de fundos pudesse investir e acompanhar o desenvolvimento de companhias de menor porte até o momento da abertura de capital.⁹ A criação dos Fundos de

7. Cf. ARANHA *et. al.*, *op. cit.*, p. 227-233. Com relação à constatação da relevância dos investidores de *private equity* e *venture capital* para o mercado brasileiro, nota-se que, entre 2004 e 2013, período analisado pelo Comitê de Ofertas Menores, 37,7% das ofertas públicas iniciais de ações realizadas no Brasil corresponderam a um mecanismo de desinvestimento por parte de fundos de *private equity* (*idem*, p. 194). Dados relativos a anos posteriores apontam para um cenário semelhante. Dentre as ofertas realizadas entre 2014 e 2019, 52,4% correspondiam a ofertas realizadas por sociedades investidas por fundos de *private equity* e em 47,6% as ofertas corresponderam à estratégia de saída por tais investidores (Cf. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL; AGÊNCIA BRASILEIRA DE PROMOÇÃO DE EXPORTAÇÕES E INVESTIMENTOS, 2021, p. 10).

8. Os Fundos de Ações – Mercado de Acesso foram instituídos nos termos da Instrução CVM nº 549, de 2014, que alterou a regra geral aplicável aos fundos de investimento então vigente (Instrução CVM nº 409, de 2004). Atualmente, esses fundos são regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014.

9. Cf. Edital de Audiência Pública SDM nº 13/2013, p. 2.

Ações – Mercado de Acesso também foi acompanhada pela concessão de tratamento fiscal diferenciado aos fundos constituídos como condomínios abertos nos termos da Lei nº 13.043, de 2014.¹⁰ No entanto, de acordo com informações disponíveis no site da CVM, o primeiro fundo dessa categoria foi constituído somente em julho de 2020.¹¹

Em paralelo, a CVM promoveu alterações às regras aplicáveis aos Fundos de Investimento em Participações (FIP), veículos amplamente utilizados no Brasil para os investimentos em *private equity* e *venture capital*, para modular a exigência de que esses fundos exerçam influência sobre a gestão das companhias por eles investidas caso elas sejam listadas em segmento voltado ao mercado de acesso ou mesmo em relação a outras sociedades, durante a fase de desinvestimento.¹² Com isso, buscou-se flexibilizar as regras dos FIP para que esses fundos possam ser diluídos em razão de ofertas primárias da investida, atuar como a ponta compradora em ofertas dessa natureza e, por fim, adotar estratégias de saída graduais.¹³

A CVM também promoveu um amplo processo de revisão das normas aplicáveis aos FIP e aos antigos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), resultando na edição da Instrução CVM nº 578, de 2016. Nesse contexto, foram criadas as categorias de FIP – Capital Semente e FIP – Empresas Emergentes. Sujeitos aos requisitos previstos na mesma instrução, os FIP – Capital Semente estão autorizados a investir

em companhias abertas, companhias fechadas e sociedades limitadas com porte semelhante ao das *startups* definidas no Marco Legal das *Startups*. Já os FIP – Empresas Emergentes podem investir em companhias com receita bruta anual de até R\$ 300 milhões. A CVM também modulou os requisitos de governança corporativa que podem ser dispensados das empresas investidas por essas categorias de FIP. De acordo com dados públicos, existem hoje 48 FIP – Capital Semente e 51 FIP – Empresas Emergentes registrados junto à autarquia.¹⁴

4. Regimes especiais de ofertas públicas de distribuição

Outro tema discutido no Diagnóstico de 2012 e contemplado no plano de ação elaborado pelo Comitê de Ofertas Menores correspondeu à simplificação do regime aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários.

Com relação a este ponto, porém, dois esclarecimentos são necessários. O primeiro é que, como já mencionado, desde 2003, as regras editadas pela CVM reconheciam a possibilidade de se tratar de maneira distinta as ofertas públicas de pequenas empresas. A versão original da Instrução CVM nº 400, de 2003 – que segue até o momento como o principal diploma aplicável às ofertas públicas¹⁵ –, dispensou de registro, de forma automática, quaisquer ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte (EPP) e microempresas (ME), tal como definidas em lei. Em 2010, a CVM avaliou que tal regra,

10. Cf. art. 18 da Lei nº 13.043, de 2014.

11. Com base em dados disponibilizados pela CVM, foi identificado apenas um Fundo de Ações – Mercado de Acesso, constituído em julho de 2020. Antes disso, a denominação “Mercado de Acesso” havia sido utilizada somente por dois FIP, constituídos em 2016 e cujo registro junto à CVM já foi cancelado. Dados disponíveis em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante>. Acesso em: 19 set. 2021.

12. Essas alterações foram promovidas por meio da Instrução CVM nº 540, de 2013, que alterou a Instrução CVM nº 391, de 2003, que regia os FIP à época. Atualmente, esses fundos são regulados pela Instrução CVM nº 578, de 2016.

13. Cf. Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2013, p. 3-5.

14. Cf. dados disponíveis em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante>. Acesso em: 19 set. 2021.

15. Vale notar que, de acordo com o Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2021, divulgado em 10/3/2021, a CVM submeteu à audiência pública um novo conjunto de regras aplicáveis às ofertas públicas de valores mobiliários, com previsão de revogação da Instrução CVM nº 400, de 2003. No entanto, até a data de conclusão deste artigo, referida proposta ainda se encontra sob análise da CVM.

sem a imposição de quaisquer critérios, seria mais permissiva do que o desejável¹⁶ e, assim, limitou a dispensa automática de registro a ofertas cujo valor máximo não ultrapassasse R\$ 2,4 milhões em cada período de 12 meses.¹⁷ Todavia, a utilização de tal regime, na prática, foi bastante rara.¹⁸

As regras de 2014 introduziram um instrumento bastante importante para o mercado acionário brasileiro.

O segundo esclarecimento a ser feito é que a mais relevante alternativa ao regime geral de ofertas públicas de distribuição foi instituída pela Instrução CVM nº 476, de 2009, que dispensou o registro de ofertas públicas de distribuição com esforços restritos, destinadas exclusivamente a investidores profissionais¹⁹ e que, originalmente, eram limitadas a determinados títulos de dívida. Esse regime de ofertas públicas, amplamente utilizado pelo mercado desde sua criação, reduziu custos e facilitou o acesso de emissores – independentemente do seu porte e tipo societário – ao mercado de valores mobiliários.

Com base nas informações apresentadas no Diagnóstico, o Comitê de Ofertas Menores

demonstrou a relevância das ofertas não registradas para as captações de companhias de menor porte em outras jurisdições e, dentro do seu plano de ação, sugeriu à CVM a extensão das regras sobre ofertas com esforços restritos às ofertas de ações.²⁰

Atendendo à sugestão do Comitê,²¹ em 2014, a CVM ampliou o escopo das ofertas com esforços restritos para abranger as ações e outros valores mobiliários conversíveis ou permutáveis por ações de emissores registrados junto à CVM na categoria A.²²

De um lado, não há dúvidas de que as novas regras introduziram um instrumento bastante importante para o mercado acionário brasileiro – entre 2015 e 2020, o volume captado nas ofertas de ações realizadas nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009, alcançou R\$ 130,6 bilhões, enquanto aquele captado nas ofertas registradas que seguiram o regime geral previsto na Instrução CVM nº 400, de 2003, somou R\$ 159 bilhões.²³

De outro, o impacto das novas regras sobre as ofertas de pequenas e médias empresas permaneceu tímido. A análise de dados relativos ao período anteriormente mencionado demonstra que, apesar de o volume médio das ofertas com esforços restritos em cada ano ser consistentemente menor do que o das ofertas registradas, a diferença entre eles não foi significativa durante todo o período.²⁴ Em outras palavras, as ofertas não registradas são

16. Cf. Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2009, p. 6.

17. Cf. Instrução CVM nº 482, de 2010, que alterou a Instrução CVM nº 400. Vale notar que, nessa época, a classificação de ME e EPP era feita nos termos da Lei Complementar nº 123, de 2006, e, nos termos de seu art. 3º, abrangia sociedades empresárias, sociedades simples, empresas individuais de responsabilidade limitada e empresários nos termos do art. 966 do Código Civil, observando como principal critério a limitação da receita bruta anual a R\$ 240.000,00 no caso das MEs e entre esse montante e R\$ 2.400.000,00 no caso das EPPs. Em 2011, por força da Lei Complementar nº 139, os limites anteriormente mencionados foram ajustados para R\$ 360.000,00 e R\$ 3.600.000,00, respectivamente. Posteriormente, em 2016, a classificação de EPPs foi ajustada pela Lei Complementar nº 155 para abranger aquelas cuja receita bruta em cada ano calendário fosse superior a R\$ 360.000,00 e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00.

18. Cf. Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016, p. 4.

19. Cf. art. 2º da Instrução CVM nº 476, de 2009.

20. Cf. ARANHA *et. al.*, *op. cit.*, p. 235-237.

21. Cf. Instrução CVM nº 551, de 2014, que alterou a Instrução CVM nº 476, de 2009.

22. No contexto da audiência pública que antecedeu a alteração da Instrução CVM nº 476, ao mesmo tempo que reconheceu a possibilidade de se ir além do que havia sido instituído em 2009, a CVM deixou para um momento futuro a criação de condições específicas para a utilização desse tipo de oferta por empresas de pequeno e médio porte (Cf. Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2014, p. 1).

23. Cf. ANBIMA, 2021.

24. Com base em dados divulgados publicamente sobre o volume das ofertas, é possível verificar que o volume médio das ofertas com esforços restritos foi 95% inferior àquele das ofertas registradas em 2015, mas, em 2016, 2017, 2018, 2019 e 2020, esse percentual oscilou entre 20%, 36%, 2%, 51% e 26% (Cf. ANBIMA, 2021).

um pouco menores, mas não significativamente menores que as registradas, de modo que é possível presumir que as companhias que se utilizam das ofertas não registradas podem ser um pouco menores que as companhias que usam ofertas registradas, mas não parecem corresponder às empresas de menor porte a que as demais regras de 2003, 2010 ou o Marco Legal das *Startups* se referem.

É importante reconhecer que, por cautela, as alterações promovidas em 2014 não afastaram dois obstáculos importantes à realização de ofertas com esforços restritos por companhias de pequeno e médio porte: a contratação de um intermediário e a imposição de um regime informacional significativo.²⁵ Isso porque a Instrução CVM nº 476 exige que as ofertas com esforços restritos sejam intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e, ao limitar a realização de ofertas de ações a emissores registrados na Categoria A, a CVM condicionou tais ofertas ao atendimento de regras bastante robustas no que diz respeito à divulgação de informações periódicas e eventuais.

5. Crowdfunding

Entre 2016 e 2017, a CVM promoveu um novo ciclo de debates sobre o financiamento de pequenas e médias empresas e, tendo como objetivo explícito contribuir para o desenvolvimento de setores inovadores, regulamentou os mecanismos de financiamento coletivo conhecidos como *investment-based crowdfunding*, que contemplam ofertas de distribuição de valores mobiliários dispensadas de registro.²⁶

25. Cabe notar que os ônus decorrentes desses dois requisitos já haviam sido expressamente discutidos pela CVM no âmbito da audiência pública que precedeu a alteração da Instrução CVM nº 400 em 2010 (Cf. Relatório de Análise SDM no âmbito da Audiência Pública SDM nº 01/2009, p. 10).

26. Com relação aos objetivos das regras editadas pela CVM em 2017, vide o Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016, p. 2.

Partindo novamente da análise de experiências internacionais e de discussões específicas sobre a realidade nacional, as regras instituídas pela CVM nos termos da Instrução CVM nº 588, de 2017, inovaram, dentre outros aspectos, em relação: (i) aos emissores sujeitos ao regime especial, sendo adotada uma nova categoria de “sociedade empresária de pequeno porte”, que abrange empresas com receita bruta anual de até R\$ 10 milhões, independentemente do seu tipo societário; (ii) ao limite imposto ao volume de ofertas realizadas por pequenas empresas, elevando-o de R\$ 2,4 milhões a cada 12 meses para R\$ 5 milhões a cada 120 dias; (iii) aos intermediários, uma vez que a dispensa de contratação de intermediários em ofertas de ME e EPP foi substituída pela obrigatoriedade na utilização de plataformas eletrônicas de investimento participativo registradas junto à CVM às quais foi atribuído o papel de *gatekeeper* no âmbito das ofertas; (iv) ao regime informacional aplicável a essas ofertas, com a exigência da divulgação de informações mínimas aos investidores com relação à oferta, aos valores mobiliários e ao emissor em si por meio da página da plataforma na internet; (v) à imposição de critérios à participação de investidores de varejo; e (vi) à destinação dos recursos captados pelo emissor.

Entre 2016 e 2020, o volume total captado por meio de *investment-based crowdfunding* correspondeu a R\$ 210,6 milhões e o volume médio dessas captações demonstra que o objetivo de se viabilizar a realização de ofertas menores tem sido alcançado.²⁷ O volume médio anual das captações por meio de *crowdfunding* cresceu de R\$ 347,6 mil, em 2016, para R\$ 1,1 milhão em 2020,²⁸ mas esses números estão muito longe da necessidade de financiamento de pequenas e médias empresas no Brasil.

27. Cf. COMISSÃO..., 2020, p. 3.

28. *Idem*, p. 3.

6. Intermediários

O Diagnóstico de 2012 também demonstrou que em outras jurisdições o sucesso de ofertas de menor porte depende da existência de intermediários especializados nessas ofertas.²⁹ O Marco Legal das *Startups*, por sua vez, autorizou a CVM a dispensar a intermediação de distribuições públicas por instituições financeiras, tal como exigida pelo art. 170, § 5º, da Lei das S.A. para sociedades anônimas.

Em linha com a nova previsão legal e com as conclusões do Diagnóstico, em março de 2021, a CVM submeteu à audiência pública alterações ao regime geral aplicável às ofertas públicas de distribuição e propôs regras voltadas ao registro dos intermediários dessas ofertas, indicando que tal registro não deveria se limitar a instituições financeiras e poderia ser pleiteado por outras sociedades que atuem como agentes da companhia emissora. Uma das expectativas relatadas pela CVM é que as novas regras estimulem o surgimento de prestadores de serviços voltados às ofertas de emissores de menor porte, com custos e patamares reduzidos, preenchendo uma lacuna entre as ofertas realizadas via *crowdfunding* (intermediadas por instituições que atuam como plataformas eletrônicas e sujeitas a registro junto à CVM) e as ofertas tradicionais.³⁰ As sugestões recebidas por meio dessa audiência pública continuam em análise e não há como saber o resultado da proposta feita pela CVM até a efetiva edição da nova norma.

29. Cf. AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL; BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL; BM&FBOVESPA S.A. – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS; AGÊNCIA BRASILEIRA DA INOVAÇÃO, *op. cit.*, p. 23-25.

30. Cf. Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2021, p. 24.

7. Registro de emissores e custos de manutenção

Ao longo dos anos, a CVM também conferiu tratamento diferenciado a empresas de menor porte no que diz respeito à necessidade de registro como emissor junto ao próprio órgão regulador e, consequentemente, à sua submissão às obrigações de prestação de informações periódicas e eventuais aplicáveis a emissores registrados.³¹ Nesse sentido, a Instrução CVM nº 480, de 2009, inicialmente dispensou de registro as EMs e EPPs e, com a edição da Instrução CVM nº 588, de 2017, estendeu referida dispensa às sociedades empresárias de pequeno porte que sejam emissoras, exclusivamente, de valores mobiliários distribuídos via *crowdfunding*. Dentre as alterações promovidas pelo Marco Legal das *Startups* à Lei das S.A., reforçou-se a possibilidade de extensão de dispensa semelhante às “companhias de menor porte”.

8. Considerações finais

Em vista do exposto anteriormente, o Marco Legal das *Startups* encontra um ambiente marcado por mudanças na cultura de investimento e pela evolução das discussões entre reguladores, empreendedores e investidores, os quais demonstram o amadurecimento do mercado como um todo e a criação de um cenário mais propício aos investimentos em pequenas e médias empresas, combinando mecanismos de financiamento a empresas em diferentes estágios de desenvolvimento e instrumentos voltados aos diferentes tipos de investidores atuantes no mercado nacional. ●

31. Nesse sentido, nota-se que, enquanto o *caput* do art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, indica que a CVM manterá o registro de companhias para que seus valores mobiliários sejam negociados em bolsa ou balcão, o § 6º do mesmo dispositivo permite, em seu inciso I, que a CVM especifique “casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados”.

BIBLIOGRAFIA

- AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL; BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL; BM&FBOVESPA S.A. - BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS; AGÊNCIA BRASILEIRA DA INOVAÇÃO. *Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações*. Grupo de trabalho – Experiências Internacionais, 2012. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/GT-PMES-Estudo-Experiencias-Internacionais.pdf. Acesso em: 19 set. 2021.
- ANBIMA. *Boletim de Mercado de Capitais*. ago. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em: 19 set. 2021.
- ARANHA, Bruno Caldas; DIAS, Luciana Pires; PEREIRA, Cristiana. O financiamento das empresas e o acesso ao mercado de capitais por pequenas e médias empresas – Projeto Ofertas Menores. In: SARDENBERG, Amarílis (org.). *Desenvolvimento do mercado de capitais no brasil: temas para reflexão*. São Paulo: Sociologia e Política, 2015.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL; AGÊNCIA BRASILEIRA DE PROMOÇÃO DE EXPORTAÇÕES E INVESTIMENTOS. *Inside VC – Venture Capital In Brazil*. 2021. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/pesquisas/estudos.aspx?c=pt-br>. Acesso em: 19 set. 2021.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL; AGÊNCIA BRASILEIRA DE PROMOÇÃO DE EXPORTAÇÕES E INVESTIMENTOS. *Inside PE – Private Equity In Brazil*. 2021. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/pesquisas/estudos.aspx?c=pt-br>. Acesso em: 19 set. 2021.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Crowdfunding de Investimento – Evolução do Mercado*. 2020. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2021/20210405_crowdfunding.pdf. Acesso em: 19 set. 2021.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2009*. 2009. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0109.html. Acesso em: 19 set. 2021.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2014*. 2014. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0114.html. Acesso em: 19 set. 2021.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2021*. 2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em: 19 set. 2021.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html. Acesso em: 19 set. 2021.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2013*. 2013. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0713.html. Acesso em: 19 set. 2021.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 13/2013*. 2013. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm1313.html. Acesso em: 19 set. 2021.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM no âmbito da Audiência Pública nº SDM nº 01/2009*. 2010. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0109.html. Acesso em: 19 set. 2021.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Equity Market Development in Latin America: Brazil*. 2009. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/ca/Brazil-Latin-America-Equity-Markets.pdf>. Acesso em: 19 set. 2021.