

São Paulo, [•] de dezembro de 2016

À

Comissão de Valores Mobiliários

A/C da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Via e-mail: audpublicasdm0616@cvm.gov.br.

Assunto: Edital de audiência pública SDM nº 06/16

A **Associação Brasileira de Equity Crowdfunding** (“**Equity**”), associação classista que representa as plataformas de *crowdfunding de investimento* no Brasil, vêm respeitosamente perante a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) manifestar-se em relação ao Edital de Audiência Pública SDM nº 06/16 (“Edital”).

Agradecemos a oportunidade de contribuir para o desenvolvimento da regulamentação do *crowdfunding de investimento* no Brasil. O acesso a capital é uma das maiores barreiras para o desenvolvimento de novas empresas no País. Acreditamos fortemente que o *crowdfunding de investimento* pode e deve ser um dos protagonistas no desenvolvimento da economia brasileira nos próximos anos.

No primeiro artigo desta proposta, a CVM destacou que sua intenção é de, ao mesmo tempo, possibilitar a captação pública por parte destes empreendedores e garantir a proteção dos investidores. Entendemos que a regulamentação proposta, como um todo, evidencia tais objetivos. Todavia, há disposições que dificultam, em muito, as operações de captação de recursos via *crowdfunding*, bem como tornam inviáveis a operação de plataformas de *crowdfunding de investimento* sob os pontos de vista jurídico e comercial.

As plataformas de *crowdfunding de investimento* tentam desbravar este novo mercado em território brasileiro. Além disso, por serem empresas, visam ao lucro. Infelizmente,

diversos pontos da regulamentação proposta, como demonstraremos a seguir, tornarão este tipo de atividade economicamente inviável, o que ceifaria este modelo de negócios no Brasil. É oportuno ressaltar que as operações de captação de recursos via *crowdfunding de investimento* são verdadeiro sucesso em algumas das economias mais dinâmicas e inovadoras do mundo, tais como Reino Unido, Estados Unidos da América e Israel.

Nestes dois anos de operação de *crowdfunding de investimento* no Brasil, além de termos performado crescimento exponencial de nossas operações, apresentamos ao público brasileiro a cultura do investimento colaborativo, mostrando que todos podem ter acesso a investimentos de alta qualidade, independentemente do valor investido, de forma transparente e profissional.

Destacamos que sem mudanças pontuais, a regulamentação proposta da CVM ameaça não somente a escalabilidade do mercado, mas também a sua viabilidade.

A Equity acredita poder fazer contribuições à regulamentação proposta, nos termos dos comentários que seguem.

“Art. 2º [...] VII – investidor líder: pessoa natural com comprovada experiência de investimento nos termos do art. 36, contratada para exercer as atividades elencadas no art. 35 no âmbito do sindicato de investimento participativo.”

Entendemos que a figura do investidor líder não deveria se restringir apenas a pessoas naturais, podendo tal atividade ser exercida, por exemplo, por fundos de “capital semente” (*seed money*) e *venture capital, family offices*, aceleradoras e até mesmo, pessoas jurídicas em geral. Alguns destes, inclusive, são regidos por regulamentação específica (também editada pela CVM).

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

“Art. 2º [...] VII – investidor líder: pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência em investimento nos termos do art. 36, contratada para exercer as

atividades elencadas no art. 35 no âmbito do sindicato de investimento participativo.”

“Art. 2º [...] § 2º Na hipótese do empreendedor de pequeno porte ser controlado, coligado ou submetido a controle comum por outra pessoa jurídica, pessoa física ou fundo de investimento, a receita bruta consolidada anual do conjunto de entidades não pode exceder R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).”

Em relação ao parágrafo segundo, entendemos que o regulador traz inovação importante e bem-vinda para as ofertas de investimento via plataformas de *crowdfunding de investimento*, principalmente ao permitir que o emissor faça parte de “grupo econômico”. Ocorre que o limite de receita bruta anual consolidada estipulado em R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) para o “grupo econômico”, ou mesmo para empresas que atuam no mercado imobiliário, discrepa da realidade econômica.

Fundos de investimento são condomínios que congregam recursos de diversos investidores e objetivam o retorno financeiro. Não raro, um “grupo econômico” que inclui o fundo de investimento e suas controladas obtém receita bruta anual consolidada superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais). Note-se, entretanto, que um fundo de investimento raramente torna-se controlador de uma investida. Além disso, um “grupo econômico” pode existir sem a participação de um fundo de investimento, sendo também comum a existência de coligação. Assim, entendemos que a flexibilização da regra proposta, de maneira a excluir a expressão “coligada” do referido parágrafo segundo, é medida adequada que auxiliará o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding de investimento* e das *startups*, bem como não aumentará o risco alocado nos ombros do investidor.

Também acreditamos que Pessoa Física é incluída nesta lista erroneamente. É possível que a empresa tenha um sócio com receita líquida com valores superiores a estes.

Não se pode, ainda, esquecer o caso específico das empresas que atuam no mercado imobiliário. Pelo tipo de empreendimento, quantias vultosas são naturalmente investidas. Além disso, os participantes de diversos “grupos econômicos” no setor

imobiliário, conjuntamente, terão receita bruta anual consolidada maior que R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), o que, na prática, representa inviabilizar as operações de *crowdfunding de investimento* neste importante setor da economia brasileira, já que praticamente qualquer incorporadora, mesmo que pequena, supera este valor facilmente. Ou seja, enquanto no resto do mundo o *crowdfunding* imobiliário é uma das modalidades mais populares de investimento coletivo, no Brasil, ele se tornará embrionário e não satisfará as necessidades de um dos mercados que mais gera emprego e movimentação a economia no país. Só a título de exemplo, parte dos recursos necessários para a construção da 3ª torre do Novo World Trade Center em Nova Iorque, o Hard Rock Hotel de Palm Springs e o BD Bacata em Bogota captaram recursos via *crowdfunding*.

Ademais, o segmento da construção civil é um dos principais geradores de emprego no Brasil, bem como um ávido consumidor de crédito, visto que qualquer empreendimento imobiliário precisa de vários milhões de reais para ser construído. Nenhuma incorporadora, incluindo aquelas listadas em bolsa de valores, conseguem incorporar com capital próprio. Portanto, todas buscam recursos para construção de seus empreendimentos, recorrendo aos mais diversos mecanismos: empréstimos bancários, debêntures, certificados de recebíveis imobiliários, fundos imobiliários ou permutas financeiras.

Trata-se de mercado com nível de concentração reduzido, repleto de pequenas incorporadoras focadas em determinadas cidades ou mesmo regiões das grandes cidades, bem como em nichos específicos. As grandes incorporadoras de capital aberto e/ou abrangência nacional são exceções. Nesse contexto, poucas são as incorporadoras que conseguem utilizar os mecanismos existentes no mercado financeiro, pois os custos e complexidade destas operações são muito altos para o tamanho de suas operações e, portanto, a maioria das incorporadoras terminam trabalhando com empréstimos em bancos e com captação de sócios via Sociedades em Conta de Participação ou Sociedades de Propósito Específico.

Lembramos ainda que legislação nos Estados Unidos limita a participação de empresas nesse modelo de captação baseado no seu faturamento em US\$ 1 bilhão. Já na Inglaterra não existe essa limitação, qualquer empresa pode captar recursos via *crowdfunding*.

O *crowdfunding de investimento* surge em território brasileiro, no momento em que o financiamento bancário com taxas atrativas para construção está praticamente esgotado, uma vez que os recursos oriundos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço ou Poupança estão no fim, por outro lado a captação de investidores que objetivam tornarem-se sócios dos empreendimentos é muito limitado, por conta do volume de capital necessário.

Outra particularidade do mercado imobiliário é a concentração da receita no término da construção, uma vez que boa parte do pagamento realizado pelos adquirentes de unidades autônomas e repasses das instituições financiadoras ficam atrelados à conclusão da obra. Essa receita concentrada justamente no momento em que o empreendedor, para manutenção do seu ciclo produtivo, precisa oferecer novos lançamentos ao mercado, dificulta o enquadramento desse setor no limite de R\$ 10 milhões de receita para todo o grupo de empresas de que faça parte o veículo que recebeu a captação via *crowdfunding*.

Desta forma, sugerimos a criação de uma ressalva para as operações de captação via *crowdfunding* no setor imobiliário.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

“Art. 2º [...] § 2º Na hipótese do empreendedor de pequeno porte ser controlado ou submetido a controle comum por outra pessoa jurídica ou fundo de investimento, a receita bruta consolidada anual do conjunto de entidades não pode exceder R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais). Este limite não se aplica ao crowdfunding imobiliário, cujo limite relativo a este parágrafo não poderá exceder R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais).”

Art. 3º [...] I – existência de valor alvo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 90 (noventa) dias, que devem ser previamente definidos;

Com base em nossa experiência e nas captações já finalizadas, entendemos que o limite de 90 (noventa) dias seja insuficiente para a conclusão de captações.

Note-se que, nas ofertas públicas reguladas pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada (“Instrução CVM nº 400/03”), o prazo máximo para subscrição ou aquisição dos valores mobiliários é de 6 (seis) meses. No caso das ofertas públicas com esforços restritos, reguladas pela Instrução CVM nº 476, de 19 de janeiro de 2009, conforme alterada (“Instrução CVM nº 476/09”), não há um prazo máximo encerramento das operações.

O mercado para captações de recursos via *crowdfunding de investimento* ainda está em desenvolvimento e, por isso, será naturalmente mais difícil atrair investidores. Logo, o prazo de 90 (noventa) dias não se coaduna com o objetivo de desenvolver tal mercado. Além disso, pela existência de prazos maiores para as ofertas reguladas tanto pela Instrução CVM nº 400/03 quanto pela Instrução CVM nº 476/09, está claro que a concessão de prazo maior não irá prejudicar os investidores ou o próprio mercado.

Assim, solicitamos que o prazo para conclusão das ofertas de *crowdfunding de investimento* seja ampliado para pelo menos 150 (cento e cinquenta) dias.

Defendemos ainda, seja considerado um valor alvo mínimo e um valor alvo máximo de captação, em conformidade com a argumentação do Art. 3º § 3º.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 3º [...] I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 150 (cento e cinquenta) dias, que devem ser previamente definidos;

“Art. 3º [...] III – a manifestação da intenção de investimento não deve ser vinculante, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades;”

Pela regra proposta, a CVM entende que o fato de o investidor poder se arrepender e desvencilhar da manifestação de interesse em investir nos valores mobiliários trará

maior segurança. Vemos isso de maneira diametralmente oposta. Na verdade, o fato de o investidor não se vincular à oferta causa grande insegurança ao mercado, prejudicando *inclusive* os demais investidores. Investimentos vinculantes são essenciais para o modelo de crowdfunding e o desenvolvimento de um mercado serio e sustentável.

A falta de vinculação quebra a confiança do mercado e abre portas às más práticas e a aventureiros. Qualquer pessoa com má intenção poderia simplesmente quebrar o mecanismo das captações por fazer pedidos de investimento sem a intenção transferir o dinheiro.

Destacamos que para considerarmos pedidos formalmente realizados, os investidores tem que assinar instrumento de adesão. É fundamental ao modelo que esses instrumentos sejam considerados vinculantes. Note-se que nas ofertas reguladas pela Instrução CVM nº 400/03, a aceitação somente será revogável se o prospecto assim prever. Caso contrário, as manifestações de vontade para aceitar a oferta serão irrevogáveis.

Assim, solicitamos que seja alterada a regra proposta para que se siga o mesmo padrão previsto na Instrução CVM nº 400/03. Alternativamente, caso V. Sas. entendam ser essencial manter o direito de arrependimento, que seja ao menos reduzido a um período que não coloque em risco as operações de maneira geral, definindo-se um prazo máximo de 14 (quatorze) dias corridos, contados a partir da data do assinatura formal do contrato de investimento. Um *'cooling-off period'* nesse formato dará a mesma proteção para os investidores sem que atrapalhe a operação das plataformas.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 3º [...]III – a manifestação da intenção de investimento será vinculante, sendo a desistência por parte do investidor irrevogável e irretratável, nas condições estabelecidas no contrato de investimento pertinente;

“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.”

Este aspecto é de especial preocupação para a Equity. O princípio que norteia tal questão na Instrução CVM nº 400/03 é o de se fazer *full disclosure* aos investidores sobre a possibilidade de se fazer distribuição parcial. Apesar de as ofertas via *equity crowdfunding* serem de menor volume, não está claro que evitar distribuições parciais trará necessariamente mais segurança aos investidores. Não se pode esquecer que muitos emissores já buscam fontes paralelas de financiamento (investidores-anjos, fundos institucionais, etc.) para completar suas rodadas e viabilizar o negócio proposto. Assim, a melhor solução seria adotar a regra similar à prevista na Instrução CVM nº 400/03, fazendo-se *full disclosure* da possibilidade de se fazer captação parcial.

Também pedimos que essa cláusula seja considerada em conjunto especificamente com as manifestações da Associação em relação ao Art. 3º [...] III e Art. 5º [...] § 1º da proposta. Esse Artigo faz parte de um conjunto de artigos na proposta que juntos definam um ‘mecanismo’ de declaração de sucesso das captações e da transferência dos valores de investimentos. Na opinião da Associação, a proposta atual é inviável e impossível de se implementar na prática. Entendemos que as sugestões da Associação em relação aos investimentos vinculantes e à conta bloqueada, fazem com que sejam necessárias mais ajustes a esse Artigo.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 3º [...] § 2º Nas ofertas públicas dispensadas de registro nos termos desta Instrução não é admitida a distribuição parcial caso o montante final investido, nos termos do art. 5º seja inferior ao valor alvo mínimo de captação.

“Art. 3º [...] § 3º Na hipótese da procura dos valores mobiliários objeto da oferta pública superar o valor alvo de captação, pode ser aumentada a quantidade de valores mobiliários ofertados, nas mesmas condições e preço, até uma quantidade limitada a 1/4 (um quarto) da inicialmente ofertada, observado os limites máximos de captação e prazo previstos no inciso I do caput, desde que esta possibilidade

conste das informações essenciais da oferta pública nos termos do art. 8º desta Instrução.”

A Associação defende a utilização de um valor mínimo e máximo alvo de captação, acompanhados de full disclosure sobre os usos de capital em cada um dos cenários.

Destacamos que um limite de 25%, enquanto seja maior do que o limite de 20% na CVM 400, significa um valor nominal muito baixo no contexto das captações por meio de equity crowdfunding. Para uma empresa startup captando R\$ 300mil por exemplo, significaria a possibilidade aumentar para só R\$ 375mil em total, que não faria muita diferença no contexto da empresa. Para continuar o exemplo, uma empresa oferecendo 20% participação societária em troca desses R\$300 mil, razoavelmente poderia querer, com demanda suficiente dos investidores, aumentar a transação para R\$450 mil em troca de 30%. Mas é pouco provável que os sócios da empresa estariam dispostos a aumentar o valor da transação além de R\$600 mil, pois colocariam em risco o controle da companhia.

Desta forma, queremos reforçar que uma captação por meio de equity crowdfunding tem um limite máximo embutido, pelo fato que a empresa teria que aumentar a participação societária ou outros valores mobiliários oferecidos para receber mais investimento. Assim, existe um teto natural, em que a empresa não está disposta a aumentar a oferta acima de um certo nível. Isto é bastante diferente do que ocorre com as captações por meio de financiamento coletivo baseado em prêmio, nas quais o *overfunding* é potencialmente ilimitado.

Caso a sugestão de valor mínimo e máximo acompanhado de full disclosure não seja aceita, recomendamos que o empreendedor de pequeno porte possa aumentar em até 100% a quantidade de valores mobiliários ofertados.

Também destacamos que, conforme a nossa manifestação em relação ao Art. 3º [...] § 2º, não consideramos a inclusão de valores alvo mínimo e máximo de uma oferta como *overfunding* desde que seja acompanhado de *full disclosure* destes valores e percentuais aos investidores.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 3º [...] § 3º Na hipótese da procura dos valores mobiliários objeto da oferta pública superar o valor alvo mínimo de captação, pode ser aumentada até o valor alvo máximo de captação, sujeito aos limites -de captação e prazo previstos nos inciso I do caput, desde que esta possibilidade conste das informações essenciais da oferta pública nos termos do art. 8º desta Instrução.

“Art. 3º [...] § 5º Não é admitida a realização de nova oferta com dispensa de registro nos termos desta Instrução pelo mesmo empreendedor de pequeno porte, por meio da mesma ou de outra plataforma, dentro do prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data de encerramento da oferta anterior.”

Entendemos que seja necessário haver um prazo razoável entre o final de uma oferta pública e o início da próxima. Não entendemos, todavia, que o de 120 (cento e vinte) dias seja razoável para as empresas de menor porte, principalmente por já haver um limite anual de captação de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais). Assim, entendemos que o prazo estipulado na regulamentação proposta possa ser reduzido para 30 (trinta) dias.

A redução de tal prazo mostra-se ainda mais importante quando, em uma captação, não se obtenha êxito, por exemplo por causa do *valuation* proposto pela emissora. Nesse caso, parece razoável que a empresa teria a oportunidade mudar e relançar a oferta sem qualquer restrição sobre esse prazo.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 3º [...] § 5º Não é admitida a realização de nova oferta com dispensa de registro nos termos desta Instrução pelo mesmo empreendedor de pequeno porte, por meio da mesma ou de outra plataforma, dentro do prazo de 30 (trinta) dias contados da data de encerramento da oferta bem sucedida anterior.

“Art. 4º O montante total aplicado por investidor em valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução fica limitado a R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, exceto no caso de investidor:

I – líder, nos termos do art. 2º, VII;

II – qualificado, nos termos de regulamentação específica; ou

III – cuja renda 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;

Parágrafo único. Para fins do cumprimento do limite estabelecido neste artigo, a plataforma deve:

I – verificar o montante aplicado pelo investidor em ofertas conduzidas no seu ambiente;

II – solicitar a documentação comprobatória do investidor que se enquadrar nas hipóteses dos incisos II e III do caput; e

III – obter declaração do investidor atestando que, quando somado a outros valores previamente investidos no ano-calendário em ofertas dispensadas de registro nos termos desta Instrução por meio de outras plataformas, o montante a ser investido na oferta não ultrapassa:

a) R\$ 10.000 (dez mil reais), no caso dos investidores citados no caput; ou

b) 10 % (dez por cento) da renda bruta anual ou do patrimônio líquido de investimento, no caso dos investidores citados no inciso III do caput.”

A Associação apoia a inclusão de um limite de 10% do patrimônio líquido ou renda bruta (qual for maior) dos investidores. Acreditamos que essa regra assegura que investidores de varejo não podem investir mais do que eles podem se dar ao luxo de perder nesses investimentos de alto risco e baixa liquidez.

A nossa manifestação em relação a esse artigo se relaciona exclusivamente com a necessidade de documentação comprobatória para que um investidor possa declarar um patrimônio líquido e/ou renda acima de R\$100 mil. Para além da evidente restrição

à liberdade individual de o investidor administrar seu patrimônio da forma como melhor lhe convenha, desde que não cause prejuízos a outras pessoas, a necessidade de apresentação de documentos pessoais dos investidores, como saldos de investimentos e contas-correntes (para comprovar o patrimônio líquido de investimento) e declaração de imposto de renda (para comprovar a renda bruta anual), gerará sérios entraves à realização de investimentos em valor superior a R\$ 10.000,00 (dez mil reais). Em termos francos, esperar o cumprimento dessa exigência pela parte do investidor não é factível.

As informações pessoais sobre os saldos bancários e sobre a situação tributária são tratadas com **muita reserva** pelos brasileiros, que não têm costume nem interesse em divulgá-las a terceiros. As informações sobre dados bancários e situação fiscal são tão caras e relevantes ao brasileiro que seu sigilo é protegido pela Lei Complementar n° 105, de 10 de janeiro de 2001, conforme alterada.

Ademais, impor às plataformas a obrigação de checar a capacidade financeira de determinado investidor, incrementaria o custo de operação das plataformas de maneira significativa, inviabilizando o modelo de *crowdfunding de investimento*.

Desse modo, impor àquele que pretenda investir mais de R\$ 10.000,00 a necessidade de apresentar documentos que exponham todo o seu patrimônio, como extratos bancários e declaração do imposto de renda, significa reduzir sobremaneira a atratividade do investimento em empresas menores, que serão colocadas em evidente patamar de desigualdade. Destacamos que os investidores com patrimônio entre R\$100mil a R\$1milhão, bem como os investidores qualificados, fazem parte essencial do modelo de *crowdfunding de investimento*. Assim, a proposta afeta negativamente grande parte do mercado potencial, significativamente reduzindo o crescimento do mercado.

Considerando todas as informações e declarações exigidas pela regulamentação proposta e que poderão ser acessadas pelo investidor, seria suficiente que aquele que pretendesse investir valor superior a R\$ 10.000,00 (dez mil reais) declarasse possuir “patrimônio líquido de investimento” ou “receita bruta anual” em valores suficientes para investir. Assim, sugerimos que o inciso II e III sejam fundidos e que o parâmetro para enquadramento do investidor no caso seja baseado em auto declaração.

Dito isso, entendemos a preocupação da CVM que essa declaração poderia ser acordada de maneira muito despreocupada caso fosse feita por meio de um *checkbox* nas plataformas. Para apaziguar essa preocupação, propomos que a declaração do investidor seja uma declaração personalizada e assinada com a qualificação completa do investidor (Nome completo, Data de Nascimento, documento de identidade, CPF e endereço), declaração do seu patrimônio e/ou renda em valores ou em faixas de valores em Reais, junto com uma declaração explícita confirmando o limite anual dos investidores, ou seja 10% de seu patrimônio, e o compromisso que ele como investidor não ultrapassará este limite. Acreditamos que com essa exigência, o investidor somente poderá autodeclarar a sua faixa de patrimônio e/ou renda de maneira muito atenciosa e ponderada.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 4º O montante total aplicado por investidor em valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução fica limitado a R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, exceto no caso de investidor:

I – líder, nos termos do art. 2º, VII;

II – qualificado, nos termos de regulamentação específica; ou

III – cuja renda 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;

Parágrafo único. Para fins do cumprimento do limite estabelecido neste artigo, a plataforma deve:

I – verificar o montante aplicado pelo investidor em ofertas conduzidas no seu ambiente; e

II – obter declaração assinado do investidor atestando que se enquadra nas hipóteses dos incisos II e III do caput.

III - no caso dos investidores citados no inciso III do caput obter declaração assinado que, quando somado a outros valores previamente investidos no ano-calendário em ofertas dispensadas de registro nos termos desta Instrução por meio de outras

plataformas, o montante a ser investido na oferta não ultrapassa 10 % (dez por cento) da renda bruta anual ou do patrimônio líquido de investimento (qual for maior).

Além, incluímos um modelo potencial da declaração do investidor para que seja aplicado o limite de 10% da sua renda bruta anual ou do seu patrimônio líquido de investimento:

Eu, [NOME COMPLETO], [DATA DE NASCIMENTO], [NÚMERO DO DOCUMENTO DE IDENTIDADE], [EMISSORA],[ENDEREÇO];

Venho por meio desta, declarar para os devidos fins que obtenho renda bruta anual de R\$ [•] e patrimônio de R\$ [•], aplicando-se a mim o limite de investimento por meio de crowdfunding de investimento de R\$ [•] por ano calendário, equivalente a 10% do maior valor declarado acima.

Declaro ainda que os investimentos por mim realizados através de crowdfunding de investimento não superam e não superarão R\$ [•] neste ano.

Entendo que o este limite tem por objetivo proteger os investidores docrowdfunding de investimento em razão do nível de risco e falta de liquidez associados aos investimentos desta natureza. Também entendo quea responsabilidade em observar o valor dos investimentos realizados em todas as plataformas de crowdfunding de investimento combinadas, e adequação ao limite, sendo o conteúdo aqui declarado, são exclusivamente minha responsabilidade.

.

Assinatura e data

“Art. 5º V – após o encerramento da oferta, a plataforma deve autorizar a instituição financeira a que se refere o § 1º a transferir os recursos em até 5 (cinco) dias úteis para:

[...] § 1º Os depósitos mencionados no inciso IV devem ser realizados em conta corrente bloqueada mantida em instituição financeira e segregada das contas do empreendedor de pequeno porte e da plataforma.”

Entendemos que seja necessário proteger o dinheiro dos investidores de maneira a segregá-lo do patrimônio das plataformas de *crowdfunding de investimento*, bem como

proteger o dinheiro de maneira a segregá-lo do patrimônio do empreendedor de pequeno porte até o final da captação e seu êxito. Todavia, tal proteção não deve custar tanto de modo a inviabilizar financeiramente a operação das plataformas. Soluções menos custosas podem proporcionar o mesmo nível de segurança que a manutenção de contracorrente bloqueada.

Isso se justifica pois ainda não há no mercado financeiro produto bancário como a conta corrente bloqueada que se adeque à realidade e aos montantes de valores processados em ofertas de investimento participativo, e as que existem, ou são demasiadamente burocráticas e rígidas para um ambiente digital e conectado, ou são custosas e não-formatadas para operações de mercado de capitais. Confirmamos que manter a obrigatoriedade do uso destas contas para se processar a liquidação dos investimentos será inviável para as plataformas.

Adicionalmente, sugerimos que todas as referências à “conta bloqueada” e “mantida em instituição financeira” sejam excluídos da proposta, a modo a ficar claro que as plataformas podem implementar qualquer modelo comercial em que os valores de investimento mencionados fiquem segregados das contas da plataforma o tempo todo e das contas do empreendedor de pequeno porte antes do sucesso da oferta, seja com ou sem intermediário, e com intermediário instituição financeiro ou não, nos casos de arranjos de pagamentos, conforme os mesmos termos conceituados pelo Banco Central do Brasil.

Importante ainda ressaltar que instituições financeiras no país não disponibilizam a opção de contratação de contas correntes bloqueadas por plataformas de *crowdfunding de investimento*.

Entendemos que uma preocupação da CVM é relacionada ao risco que alguns investidores não transfiram os valores para o empreendedor no final do prazo, enquanto outros o façam, e que nesse caso a empresa não receba o valor necessário para implementar o seu plano de negócios.

Primeiramente, destacamos que a grande maioria dos investidores individuais não representam parcela significativa do total investido. Assim, a eventual desistência de um investidor não afeta substancialmente a capacidade da empresa implementar o seu

plano de negócios com os valores recebidos. Também destacamos que com investimentos vinculantes essa situação é muito menos provável de acontecer, bem como a empresa teria como cobrar do investidor que não transferiu o valor do seu investimento.

Na opinião da Associação, esse risco somente fica relevante e substancial no caso de um investidor com uma proporção significativa da oferta inteira. Assim, para apaziguar essa preocupação, sugerimos o requerimento que qualquer investimento que representa mais de 20% do valor total da oferta deve ser transferida ao empreendedor antes da chamada das transferências dos valores menores dos outros investidores.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

“Art. 5º [...] § 1º Os depósitos mencionados no inciso IV devem ser mantidos segregados dos patrimônios das plataformas de crowdfunding de investimento o tempo todo e do empreendedor de pequeno porte até o momento em que a oferta for finalizada com sucesso.”

“Art. 8º A plataforma deve destinar uma página na rede mundial de computadores, em língua portuguesa e sem restrições de acesso para o público em geral, com as seguintes informações mínimas sobre a oferta em uma seção denominada “INFORMAÇÕES ESSENCIAIS SOBRE A OFERTA PÚBLICA”, escrita em linguagem clara, objetiva, serena, moderada e adequada ao tipo de investidor a que a oferta se destina, seguindo o formato, a ordenação das seções e o conteúdo do Anexo 8 a esta instrução.”

Esse é um dos pontos mais preocupantes do Edital, pois, se aprovado desta forma, irá certamente afastar das plataformas as melhores oportunidades de investimento. A razão é muito simples: todo fundador de empresa inovadora tem enorme receio em compartilhar informações estratégicas do seu negócio com pessoas desconhecidas.

Entendemos que o princípio que norteia a regulamentação do mercado de capitais deva ser o de *full disclosure*. Não entendemos, todavia, que o acesso deva ser irrestrito a todos que queiram ter acesso às informações disponibilizadas pelos emissores no decorrer da oferta pública. Assim, gostaríamos de restringir o acesso às informações aos potenciais investidores que demonstrem verdadeira intenção de investir em decorrência de cadastro prévio.

A falta de controle de quem poderá ver tais informações causará enorme desconforto a grande parte dos emissores, o que prejudicará o mercado. Potenciais investidores previamente cadastrados e selecionados pelos empreendedores de pequeno porte terão acesso às informações, o que, logicamente, cumprirá a obrigação de *full disclosure* sem que ninguém saia prejudicado.

Também é desejável permitir às plataformas assegurar que os seus usuários concordem com os seus respectivos termos de uso e aceitem os avisos de risco para começar a analisar as oportunidades de investimento. Além disso, as plataformas serão capazes de fornecer informações para que a CVM seja capaz de monitorar o desenvolvimento do mercado após a entrada em vigor da nova regulamentação. Logo, é essencial que seja mantido controle de acesso.

Também destacamos que a definição de uma oferta pública não significa que as informações são disponíveis para todo “o público em geral”. A distribuição de qualquer oferta de valores mobiliários feita individualmente para mais do que 50 investidores é considerado uma oferta pública sob CVM 400. Acreditamos que as ofertas por meio do *crowdfunding de investimento* deveriam usar definição de “pública” consistente da regulamentação atual.

Assim, entendemos que o termo “sem restrições de acesso para o público em geral” deva ser retirado do texto da regulamentação proposta.

Pedimos também que a CVM considere a nossa manifestação em relação ao esse artigo em conjunto especificamente com a nossa manifestação em relação ao Artigo 19, Artigo 28 IV e Anexo 8 da proposta, para que esse artigo utilize a definição dos “Materiais da Oferta” como as que devem ser publicados na página da oferta, sem ter

que seguir “o formato, a ordenação das seções e o conteúdo do Anexo 8 a esta instrução”.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 8º A plataforma deve destinar uma página na rede mundial de computadores com as Materiais da Oferta, com acesso restrito mediante validação de login e senha à (i) todos os usuários devidamente cadastrados na plataforma; ou (ii) certos usuários selecionados pelos empreendedores, devidamente cadastrados na plataforma.

As Materiais da Oferta devem ser em língua portuguesa escrita em linguagem clara, objetiva, serena, moderada e adequada ao tipo de investidor a que a oferta se destina.

“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.”

Entendemos não ser necessário que as informações sejam mantidas públicas após a conclusão das ofertas. Para que o acesso às informações não seja obstado, poderemos manter e guardar todas informações e documentos acerca das ofertas, como previsto na Instrução CVM nº 400/03, mas a manutenção em ambiente com amplo acesso irá gerar desconforto reputacional para o empreendedor, cabendo a este definir se quer ou não manter esta informação disponível.

O empreendedor deve ter o direito de ser esquecido após a oferta. Também, pós-oferta, não é razoável ou relevante que as informações do empreendedor e da oferta fiquem disponíveis para pessoas que não participaram da captação.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

“Art. 9º O endereço na rede mundial de computadores com as informações essenciais sobre a oferta pública que logrou êxito deve ser mantido em operação e disponível àqueles que realizaram o investimento por, no mínimo, 5 (cinco).”

“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 fora do ambiente eletrônico da plataforma.”

A restrição que as ofertas sejam realizadas exclusivamente no ambiente eletrônico das plataformas não é realístico, implementável ou consistente com a intenção da CVM em apoiar o desenvolvimento desse mercado. A proposta principal das plataformas é conectar empreendedores com investidores potenciais. A grande maioria dos investidores se aproxima das emissoras e de seus fundadores antes de tomar uma decisão de investimento. Essas comunicações essenciais acontecem por meio de e-mail, contato telefônico, Skype, *webinars* e eventos presenciais, e são parte fundamental do modelo de *crowdfunding de investimento*. Assim a regra proposta é, na prática, uma vedação do modelo de *crowdfunding de investimento*.

Destacamos que é ainda muito difícil para empreendedores de pequeno porte atraírem investidores para investir no seu negócio. Não é o caso de apenas publicar um *pitch* online e atingir sucesso nas captações. Pensando como investidor, comunicação fora do ambiente da plataforma faz total sentido e é um grande atrativo do modelo. Investimento em startups e empresas em expansão é bastante diferente do que investimento em corporações por meio da bolsa, por exemplo. Os investidores sabem que mais do que qualquer coisa, eles estão investindo na equipe da emissora. O sucesso ou não do investimento é altamente correlacionado com a capacidade dos empreendedores e, por isso, muitos investidores querem ter contato pessoal, presencial ou online, antes de tomar uma decisão de investimento. As ofertas por meio de *crowdfunding de investimento* são emissões primárias de emissoras de pequeno porte, significando que os investidores querem contato direto com as pessoas que vão gerenciar e alocar os valores dos seus investimentos. Entendemos isso como uma preferência muito lógica e até um grande fator positivo para a criação de um mercado com transparência, diligência e seriedade.

Note-se que o que a regulamentação proposta fará é simplesmente dar isenção de registro às ofertas de *crowdfunding de investimento*. A isenção de registro em ofertas tão pequenas, por si só, não justifica impedir ou restringir à ampla divulgação das ofertas. Contrariamente, criará verdadeiro empecilho ao êxito nas captações, pois o público investidor não será adequadamente atingido. Se, nas ofertas tradicionais (nos termos da Instrução CVM nº 400/03), a divulgação pode ser amplíssima (aumentando as possibilidades de êxito), nada mais justo que se dê tratamento equitativo às ofertas de empresas menores em operações de *crowdfunding de investimento*.

O Artigo 11 da regulamentação proposta, acima transcrito, vai em sentido diametralmente oposto ao objetivo declarado pela CVM, de apoiar o crescimento saudável deste mercado. O grande poder desse modelo é permitir ao emissor tornar suas redes de primeiro, segundo e terceiro graus potenciais investidores, bem como pessoas fora dessas redes. As comunicações com investidores fora do ambiente da plataforma são essenciais para atrair investidores de todos os perfis. Ademais essas comunicações são desejáveis pois geram comportamento responsável de investimento – exatamente o perfil de atividade que a CVM quer criar para esse mercado. Não se justifica qualquer tipo de restrição à ampla divulgação das ofertas. Este é um ponto tão importante que seremos incapazes de enfatizar suficientemente o quão sensível este aspecto é para o modelo de *crowdfunding de investimento*.

O processo de captação de recursos deve permitir que a emissora, junto com o apoio das plataformas, façam *roadshows*, *webinars*, reuniões presenciais, *calls* via telefone e *Skype*, *investor days* e *pitchs* no Youtube para ter a oportunidade de atingir sucesso na captação. Sugerimos que as únicas restrições impostas aos emissoras sejam em relação à distribuição *off-line* de matérias não publicados no ambiente eletrônico da plataforma, incluindo a restrição na distribuição de materiais publicitários de propaganda.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação ao Artigo 11, bem como um ajuste necessário ao Artigo 2 II:

Art. 11. É permitido ao empreendedor de pequeno porte e ao investidor líder a promoção e a divulgação da oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma, desde que observadas as demais disposições desta Instrução.

§. 2º Para fins desta Instrução aplicam-se as seguintes definições:

II – plataforma eletrônica de investimento participativo (“plataforma”): pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, principalmente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores;

“Art. 13. Para fins de obtenção e manutenção de registro na CVM como plataforma eletrônica de investimento participativo, o requerente deve ser pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil, e registrada no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ.

§ 1º A plataforma deve atender aos seguintes requisitos:

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);”

Entendemos que o artigo em questão possa ser reformado para melhor adequar-se à realidade das plataformas ativas. Algumas plataformas fizeram captações públicas e privadas de dívida conversível, não só para validar o modelo de negócio, mas também para se financiar e desenvolver a estrutura inicial da operação. Por outro lado, é possível que algumas das plataformas associadas à Equity também tenham em mente fazer uma próxima rodada de investimento para impulsionar suas operações com marco regulatório em vigor.

Em razão disso, é certo que o patrimônio líquido das plataformas associadas esteja abaixo do sugerido na norma, ou até mesmo negativo, em decorrência da contabilização dos registros em seus balanços em conta redutora de patrimônio líquido. Assim, a exigência de patrimônio líquido mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) será encargo por demais oneroso para as plataformas.

Todas as plataformas existentes são *startups* e em início de operações, utilizando os valores já aportados por seus sócios e investidores iniciais para fazer frente às necessidades de investimentos e às despesas de manutenção da estrutura. O pequeno

número de projetos bem-sucedidos que geraram retorno financeiro por meio das comissões pagas às plataformas ainda não foi suficiente para que o investimento realizado fosse integralmente recuperado. Provavelmente, isso ocorrerá nos primeiros anos de operação das plataformas, desde que criado um ambiente propício ao *crowdfunding de investimento* no Brasil.

Desse modo, sugerimos que a exigência de patrimônio líquido mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) seja substituída por a outra, a saber, capital social mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

Essa alteração será menos onerosa às plataformas e, ao mesmo tempo, dará segurança aos seus clientes e credores, pois garantirá que (i) ao menos R\$ 100.000,00 (cem mil reais) foram investidos, o que demonstra a seriedade do empreendimento, e (ii) que, por conta do regime jurídico do capital social (art. 1.059, CC e art. 189, LSA), os sócios da plataforma não poderão distribuir qualquer lucro aos seus sócios enquanto o patrimônio líquido da sociedade não for superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 13. Para fins de obtenção e manutenção de registro na CVM como plataforma eletrônica de investimento participativo, o requerente deve ser pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil, e registrada no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ.

§ 1º A plataforma deve atender aos seguintes requisitos:

I – possuir capacidade econômico-financeira compatível com as operações a serem desempenhadas, e dispor de capital social mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais);”

§ 2º Os administradores e sócios da plataforma devem atender aos seguintes requisitos:

I – ser residentes no Brasil;

II – ter reputação ilibada;”

Entendemos que esses requisitos devam ser aplicáveis apenas aos administradores, e não aos sócios das plataformas.

Como não é exigência da lei brasileira que os sócios das plataformas sejam residentes em território nacional, acreditamos que a inclusão desta norma na regulamentação proposta tenha ocorrido por equívoco. Não há porque estender aos sócios o requisito de residir em território nacional.

Desse modo, sugerimos que seja suprimida a referência a “sócios”, devendo o dispositivo fazer referência apenas a administradores.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

§ 2º Os administradores da plataforma devem atender aos seguintes requisitos:

I – ser residentes no Brasil;

II – ter reputação ilibada;

“Art. 15. A autorização é automaticamente concedida se o pedido não for denegado pela SRE dentro de 90 (noventa) dias a contar de sua apresentação, mediante protocolo.

§ 1º O prazo a que se refere o caput pode ser interrompido uma única vez, na hipótese de a SRE solicitar à requerente exigências adicionais relativas ao pedido de autorização, passando a fluir novo prazo de 90 (noventa) dias, a partir do seu cumprimento.

§ 2º Para o atendimento das exigências a que se refere o § 1º deve ser concedido prazo não superior a 60 (sessenta) dias.”

No caso em questão, não há um cenário de segurança jurídica de que a plataforma de investimento participativo possa operar no período de até 240 dias de análise do pedido de registro, sendo até 90 (noventa) dias caso não sejam levantadas exigências

sanáveis ao registro, ou com adição de mais 150 (cento e cinquenta) dias para o cumprimento destas eventuais exigências e a aprovação final.

Levando em consideração os potenciais 240 (duzentos e quarenta) dias de análise e concessão do registro, e ainda que não há um cenário economicamente saudável para que a plataforma pare as suas operações em andamento antes de possuir o registro definitivo, sugerimos incluir um parágrafo adicional mencionando que a plataforma poderá atuar regularmente durante este prazo, desde que observados a integralidade das regras previstas na norma, como se registrada fosse.

Também sugerimos que a frase “passando a fluir novo prazo” seja apagado, limitando o prazo potencial aos 150 (cento e cinquenta) dias em vez dos 240 dias na proposta atual.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 15. A autorização é automaticamente concedida se o pedido não for denegado pela SRE dentro de 90 (noventa) dias a contar de sua apresentação, mediante protocolo.

§ 1º O prazo a que se refere o caput pode ser interrompido uma única vez, na hipótese de a SRE solicitar à requerente exigências adicionais relativas ao pedido de autorização.

§ 2º Para o atendimento das exigências a que se refere o § 1º deve ser concedido prazo não superior a 60 (sessenta) dias.

§ 3º A plataforma poderá atuar regularmente durante este prazo, desde que observados a integralidade das regras previstas na Instrução, como se registrada fosse.

“Art. 18. As informações relativas à oferta dispensada de registro nos termos desta Instrução, fornecidas por plataforma eletrônica de investimento participativo por meio da rede mundial de computadores, ou por programa, aplicativo ou qualquer outro meio eletrônico, devem ser divulgadas de forma equitativa e sem restrições de acesso para o público em geral.”

Remetemos, aqui, aos comentários feitos ao Artigo 8º *supra* e sugerimos a seguinte redação:

Art. 18. As informações relativas à oferta dispensada de registro nos termos desta Instrução, fornecidas por plataforma eletrônica de investimento participativo por meio da rede mundial de computadores, ou por programa, aplicativo ou qualquer outro meio eletrônico, devem ser divulgadas àqueles devidamente cadastrados na plataforma, ou a certos usuários selecionados pelos empreendedores, mediante validação de login e senha de usuário.

“Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:

I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que: [...]

b) as informações prestadas pelo empreendedor de pequeno porte sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta;”

O Artigo 19 é de importância primordial e crítica para a Associação EQUITY. Acreditamos que a aprovação da redação atual desse artigo ameaçará a existência do mercado de *investment-based crowdfunding* no país.

Entendemos que as plataformas exercerão essencial atividade no mercado de capitais e que elas cumprirão o papel essencial de *gatekeeper* das ofertas. Assim, entendemos também o princípio que as plataformas terão que agir com elevados padrões de diligência e a importância dos investidores receberem informações verdadeiras, consistentes e corretas para tomar uma decisão de investimento.

Dito isso, destacamos que a regra como proposta inviabilizará a operação de uma plataforma de *crowdfunding de investimento*. A regra exige um nível de diligência potencialmente ilimitado, subjetivo e em contradição direta com o Artigo 10 da proposta. Em definir que as plataformas responderão pela falta de diligência ou omissão, a proposta exige na prática que as plataformas realizem uma auditoria

completa da emissora e, mesmo assim, ainda enfrentarão riscos jurídicos que inviabilizariam a sua operação.

A obrigação das plataformas tomarem todas as cautelas para que as “informações prestadas pelo empreendedor de pequeno porte sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes” é desproporcional ao trabalho que elas podem desempenhar. As plataformas não poderão, todavia, garantir que são verdadeiras ou corretas, pois não têm condições de se responsabilizar por fraudes eventualmente cometidas pelos emissores, nem tem como conferir, por exemplo, se a contabilidade da empresa de pequeno porte reflete efetivamente os documentos que as suportariam, nem a realidade de seus negócios. As plataformas não possuem estrutura de pessoal ou recursos financeiros para bancar procedimentos de auditoria contábil e *due diligence* legal completo.

Entendemos das nossas conversas com a CVM que a intenção da proposta é assegurar que as plataformas desempenham um nível de *due diligence* adequado para verificar as informações jurídicas das emissoras e evitar fraudes. Achamos isso muito razoável e destacamos que as plataformas ativas nesse mercado já completam tais processos de *due diligence* jurídicas nos empreendedores de pequeno porte que captam por meio das plataformas. Mas as responsabilidades das plataformas sob esse Artigo 19 vão muito além do papel que desempenhamos hoje e que temos como desempenhar no futuro.

Na proposta atual, a responsabilidade das plataformas é relacionada a todas as informações fornecidas pelas emissoras em relação às ofertas. Destacamos que as informações da emissora podem ser divididas em (i) informações jurídicas - que podem ser verificadas por meio de registros e dados do Governo, Junta Comercial, Seresa Experian, entre outras, e (ii) informações comerciais - que somente poderiam ser verificados por meio de um processo de auditoria e, mesmo assim, nunca poderiam ser declaradas verdadeiras por qualquer partido exceto a própria emissora. As informações comerciais da empresa, as que fazem a base da oferta comercial (o *pitch* da emissora) devem ser da responsabilidade única da emissora, conforme Artigo 10 dessa proposta. A CVM deve dar a segurança jurídica necessária para que as plataformas operem nesse mercado.

Note-se que, no mercado de capitais, o emissor é quem arca com os custos de *due diligence* legal e auditoria contábil. Mas, no caso das empresas menores, se elas

tiverem de arcar com tais custos, as operações tornar-se-ão economicamente inviáveis. Entendemos que a CVM reconheceu essa realidade em não exigir requisitos de auditoria nas emissoras empreendedores de pequeno porte.

Assim, para que as responsabilidades das plataformas sejam razoáveis e atingíveis, solicitamos que a regra proposta seja alterada para que a plataforma seja responsável (i) para atestar em relação somente às informações jurídicas básicas da emissora (ii) para exigir determinados documentos e (iii) para atestar que as “informações prestadas” pelo empreendedor, que lhe foram apresentados, estão refletidas de maneira consistente nas Materiais da Oferta disponibilizados aos investidores.

Pedimos que a CVM considere a nossa manifestação em relação a esse artigo em conjunto especificamente com a nossa manifestação em relação ao Anexo 8 da proposta. Se as informações a serem incluídas dentro do Anexo 8 forem definidas como somente as informações jurídicas da empresa e da estrutura de investimento, as que podem ser verificadas, então a CVM poderia definir claramente quais informações são de responsabilidade compartilhada das plataformas e das emissoras (sob os artigos 10 e 19 da proposta) e quais são de responsabilidade única das emissoras (sob artigo 10 da proposta).

Pelo fato de as plataformas estarem organizadas dentro da Equity, uma associação que as representa enquanto classe empresarial, entendemos que a CVM poderá delegar à Equity o dever de definir quais são os padrões mínimos de diligência e certificar para que as plataformas associadas sigam estritamente tais normas auto regulatórias.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:

I – tomar todas as cautelas e agir com os padrões de diligência adequados à operação, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que: [...]

b) as informações essenciais no Anexo 8, prestadas pelo empreendedor de pequeno porte, sejam verdadeiras e corretas, confirmados em referência a registros oficiais públicos e privados;

c) as informações comerciais na apresentação comercial da oferta sejam consistentes com as informações prestadas pelo empreendedor de pequeno porte;

d) toda a documentação exigido e prestada pelo empreendedor de pequeno porte do seja incluído no pacote de documentação, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.”

“Art. 19. [...] f) as informações prestadas pelo investidor líder sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta, na hipótese de cooferta por sindicato de investimento participativo em que tenha sido contratado investidor líder;”

Remetemos, aqui, aos comentários feitos ao Artigo 19, I, b, *supra*, desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 19. [...] f) as informações prestadas pelo investidor líder preenchem os requisitos mínimos exigidos, quais sejam, qualificação completa, histórico educacional e profissional, e comprovação de que se enquadra nos requisitos necessários ao exercício do papel de investidor líder, em conformidade com o artigo 2º desta norma, na hipótese de cooferta por sindicato de investimento participativo em que tenha sido contratado investidor líder;

“Art. 19. [...] III – manter registros da participação de cada investidor nas ofertas conduzidas, incluindo:

b) do risco advindo da aquisição ou da conversão dos valores mobiliários de que é titular em participação em sociedades empresárias que, dependendo do tipo societário adotado, podem acarretar riscos ao seu patrimônio pessoal em razão de sua responsabilidade patrimonial limitada não ser reconhecida em decisões judiciais nas esferas trabalhistas, previdenciária e tributária, entre outras;”

Este risco somente existirá caso seja possível o investidor receber cotas de uma sociedade limitada, de acordo com os termos de conversão. Caso isso não seja

aplicável, a plataforma não deveria ter a obrigação informar sobre riscos não associados ao investimento.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 19. [...] III – manter registros da participação de cada investidor nas ofertas conduzidas, incluindo:

b) quando aplicável, do risco advindo da conversão dos valores mobiliários de que é titular em participação em sociedades empresárias que, dependendo do tipo societário adotado, podem acarretar riscos ao seu patrimônio pessoal em razão de sua responsabilidade patrimonial limitada não ser reconhecida em decisões judiciais nas esferas trabalhistas, previdenciária e tributária, entre outras;

“Art. 19. [...] VI – manter um fórum eletrônico de discussão para cada oferta sem restrições de acesso para o público em geral em que seja possível encaminhar dúvidas, solicitar informações adicionais, manifestar opiniões a respeito da oferta ou do empreendedor de pequeno porte, e interagir por meio eletrônico com os demais interessados na oferta;”

Para o presente item, entendemos que este deverá ser ajustado como reflexo do pleito externado para o ajuste aos artigos 8 e 18, cujo objeto de modificação se direciona para a obrigatoriedade de acesso irrestrito às informações essenciais da oferta. Apoiamos o uso de fóruns que podem aumentar transparência e engajamento com a oferta. Mas um fórum aberto cria uma situação altamente desfavorável para o empreendedor de pequeno porte, cujos concorrentes ou qualquer um poderiam livremente direcionar comentários negativos com a intenção de atrapalhar a captação. Assim, a situação mais adequada seria um fórum em que os investidores com acesso à oferta possam participar, enviando suas indagações diretamente ao emissor, de maneira identificada, de maneira a permitir que se constate qualquer conflito de interesses.

Também destacamos que a capacidade para visitantes não cadastrados na plataforma fazerem perguntas diretamente no fórum é inviável da perspectiva tecnológica. Um

fórum aberto receberia muitos posts e links spam de robots designados para distribuir spam por meio da internet. As plataformas, como qualquer plataforma online, já recebem cadastros de usuários spam, e somente com a capacidade exigir que o usuário esteja logado na plataforma para submeter qualquer conteúdo é que podemos gerenciar isso.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 19. [...] VI – manter um fórum eletrônico de discussão para cada oferta, destinado exclusivamente àqueles investidores devidamente cadastrados na plataforma, ou os investidores selecionados com acesso à oferta, para que seja possível encaminhar dúvidas, solicitar informações adicionais, manifestar opiniões a respeito da oferta ou do empreendedor de pequeno porte, e interagir por meio eletrônico com os demais investidores da oferta;

“Art. 20. A relação contratual entre a plataforma eletrônica de investimento participativo e o empreendedor de pequeno porte deve obrigatoriamente conter cláusula estipulando:

I – as informações que o empreendedor de pequeno porte se compromete a divulgar nos termos da seção 5 do Anexo 8 desta Instrução, com indicação da sua periodicidade e da data-limite para o envio à plataforma; [...]

§ 2º O acesso às informações do empreendedor de pequeno porte de que trata a seção 5 do Anexo 8 desta Instrução deve ser equitativo para todos os investidores que aderiram à oferta, independentemente do montante investido e da adesão a sindicato de investimento participativo.”

“Art. 21. A plataforma deve divulgar as informações previstas no art. 20 para os investidores que tenham adquirido os valores mobiliários ofertados em até 2 (dois) dias úteis após o seu recebimento.”

“Art. 22. A obrigação da plataforma e do empreendedor de pequeno porte em divulgar as informações requeridas nos arts. 20 e 21 cessará nas seguintes hipóteses: I – vencimento do valor mobiliário ofertado nos termos desta Instrução e

respectivo pagamento do principal e juros; II – conversão da totalidade da emissão do valor mobiliário ofertado nos termos desta Instrução em ações de sociedade anônima; ou III – após a comunicação do encerramento das atividades do empreendedor de pequeno porte.”

“Art. 24. Tendo em vista o disposto no § 6º do art. 3º desta Instrução, a plataforma deve divulgar em página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico, sem restrições de acesso para o público em geral, a lista de empreendedores de pequeno porte que estejam inadimplentes em relação ao cumprimento das obrigações contratuais de prestação de informações periódicas previstas no art. 20, I.”

A obrigação de divulgar informações é sempre do emissor dos valores mobiliários. Assim, a plataforma não deveria ser responsabilizada ou obrigada a divulgar informações do emissor além daquilo que já foi publicado durante a oferta pública. Ademais, a plataforma não tem como forçar o emissor a entregar informações a serem publicadas.

Quando considerado em conjunto com as responsabilidades das plataformas sob o Artigo 19, essa obrigação gera enorme responsabilidade jurídica nas plataformas. Remetemos, aqui, aos comentários feitos ao Artigo 19, I, b) *supra* e reiteramos que é impossível enfatizar demais a importância desse ponto. Acreditamos que a aprovação da redação atual desse artigo ameaçará a existência do mercado de *investment-based crowdfunding* por tornar a operação das plataformas inviáveis.

Entendemos que a obrigação de divulgar as informações previstas no art. 20 para os investidores deva ser unicamente do emissor, a ser realizada em seu próprio portal na rede mundial de computadores ou em outro canal de escolha do emissor, mas sem custo adicional para os investidores, e desde que seja compatível com as obrigações de *disclosure* previstas na Instrução CVM nº 476/09.

Note-se que os relacionamentos entre os investidores e os emissores podem durar anos. As plataformas oferecem tão-somente ferramenta para captação de recursos. As plataformas não são mercados secundários. As informações da empresa, bem com a sua governança corporativa são a responsabilidade exclusiva do emissor e de seus

administradores. Por fim, as plataformas não possuem os recursos econômicos para manterem sistema de divulgação de informações no longo prazo.

Assim, entendemos que esta obrigação de *full disclosure* deve ser exclusivamente do emissor, não da plataforma.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação abaixo para os artigos 20 e 22 e a exclusão dos artigos 21 e 24:

“Art. 20. A relação contratual entre a plataforma eletrônica de investimento participativo e o empreendedor de pequeno porte deve obrigatoriamente conter cláusula estipulando:

I – as informações que o empreendedor de pequeno porte se compromete a divulgar nos termos da seção 5 do Anexo 8 desta Instrução, com indicação da sua periodicidade e da data-limite para o envio aos investidores; [...]

§ 2º O acesso às informações do empreendedor de pequeno porte de que trata a seção 5 do Anexo 8 desta Instrução deve ser equitativo para todos os investidores que aderiram à oferta, independentemente do montante investido e da adesão a sindicato de investimento participativo.”

“Art. 22. A obrigação do empreendedor de pequeno porte em divulgar as informações requeridas nos arts. 20 e 21 cessará nas seguintes hipóteses: I – vencimento do valor mobiliário ofertado nos termos desta Instrução e respectivo pagamento do principal e juros; II – conversão da totalidade da emissão do valor mobiliário ofertado nos termos desta Instrução em ações de sociedade anônima; ou III – após a comunicação do encerramento das atividades do empreendedor de pequeno porte.”

“Art. 25. A plataforma deve preparar um conteúdo didático visando orientar os interessados neste tipo de oferta e contendo informações sobre:

I – os procedimentos da oferta, incluindo a manifestação da intenção de investimento e seu caráter não vinculante, o papel do valor alvo de captação, a

comunicação e o prazo para depósito, o mecanismo do lote adicional, dentre outras informações relevantes para o entendimento do funcionamento da oferta;

§ 1o O conteúdo didático deve ser encaminhado eletronicamente para todos os investidores que tenham manifestado interesse nas ofertas cadastrando-se na plataforma e deve estar disponível para o público em geral sem restrições de acesso em página destinada exclusivamente para esse conteúdo, com o respectivo endereço de acesso destacado na página principal da plataforma na rede mundial de computadores.”

A regra proposta não deixa claro se tal obrigação deverá ser cumprida todas as vezes em que o investidor fizer pedido de reserva ou uma única vez. Parece-nos que bastaria uma única vez, ao efetuar o cadastro na plataforma.

Desta forma, e incluindo as redações necessários sugerimos a seguinte redação:

Art. 25. A plataforma deve preparar um conteúdo didático visando orientar os interessados neste tipo de oferta e contendo informações sobre:

I – os procedimentos da oferta, o prazo de “cooling off”, o papel dos valores alvos mínimo e máximo de captação, a comunicação e o prazo para transferência ou depósito, dentre outras informações relevantes para o entendimento do funcionamento da oferta;

§ 1o O conteúdo didático deve ser encaminhado eletronicamente ao investidor que tenham manifestado, pela primeira vez, interesse nas ofertas cadastrando-se na plataforma e deve estar disponível para o público em geral sem restrições de acesso em página destinada exclusivamente para esse conteúdo, com o respectivo endereço de acesso destacado na página principal da plataforma na rede mundial de computadores.

"Art. 28. As plataformas eletrônicas de financiamento participativo, seus controladores, administradores, funcionários e prepostos não podem em nenhuma circunstância:

I - realizar a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários ofertados com dispensa de registro com base nesta Instrução fora do ambiente eletrônico da plataforma; e

II – realizar negociação em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários ofertados com dispensa de registro com base nesta Instrução;”

O mercado de *crowdfunding de investimento* no país é muito incipiente e enfrenta desafios comerciais enormes para sobreviver e ter a oportunidade crescer nos próximos anos. Mesmo que operemos plataformas *online*, é, ainda, um mercado que necessita bastante de contato pessoal, especialmente nesta fase de desenvolvimento do mercado. Não se trata de um investimento “anônimo”, como nas ofertas públicas regulares ou no mercado de bolsa.

Também é um investimento bastante diferente do que os vistos no mercado dominado por produtos de renda fixa que temos hoje no País. O contato com investidores potenciais (por meio de *e-mail*, telefone, Skype, *webinars*, eventos e reuniões) é essencial para atrair investidores para esse novo ativo.

Por ser modalidade nova de investimento e de capitalização de recursos, é necessário que a comunicação seja mais direta e efetiva com os potenciais investidores deste novo ambiente, que, além de tudo, precisarão ser educados sobre a sistemática do *crowdfunding de investimento*. Assim, é papel da plataforma não somente criar esta ponte entre o investidor e o emissor, mas também facilitar o desenvolvimento de conversa produtivas e entendimento entre as partes. Logicamente, limitar a atuação das plataformas na divulgação das ofertas disponíveis em seus ambientes será um grande limitador do crescimento saudável deste tipo de negócio.

Destacamos para a CVM essa realidade comercial de operar uma plataforma e a realidade de como funciona esse mercado globalmente. O investidor deverá ter confiança também na plataforma para investir. Assim, entendemos que o contato fora do ambiente eletrônico é uma necessidade das plataformas e também algo bastante positivo para promover transparência e para os investidores que querem aprender sobre esse novo mercado antes de participar.

Por fim, fazemos um paralelo com o edital de audiência pública SDM N° 08/2016, que apresenta a Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro. Esta instrução dispõe em seu artigo 23, que a utilização de qualquer texto publicitário para oferta, anúncio ou promoção da distribuição, **por qualquer forma ou meio veiculados, não depende de prévia aprovação da SRE**, ficando os ofertantes responsáveis pela conformidade do material com as disposições desta Seção. Ou seja, para outra modalidade de oferta pública, a CVM admite a vinculação por qualquer meio e a não submissão prévia do material à sua apreciação, solicitamos a equiparação dos tratamentos.

Desta forma, sugerimos a exclusão do artigo 28 I e II e a inclusão de um novo ponto:

I - Em todas as suas comunicações com potenciais investidores, em qualquer ambiente, o Empreendedor de Pequeno Porte, os Investidores Líderes e as Plataformas, seus controladores, administradores, funcionários e prepostos não podem em nenhuma circunstância mostrar, usar ou distribuir materiais relacionados especificamente à oferta de investimento que não sejam parte das 'Materiais da Oferta', conforme publicadas na página da oferta.

“Art. 28. [...] III – realizar a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários ofertados com dispensa de registro com base nesta Instrução por meio de contato telefônico;”

Com base em nossa experiência e nas captações já finalizadas, o contato telefônico é prática entre a plataforma e investidores é fundamental para o êxito da operação. Apesar de operarmos plataformas online com o conteúdo da oferta, o Brasil é um país bastante tradicional nesse aspecto. Para muitos, contato telefônico ou presencial é parte essencial no processo de tomada uma decisão. O mercado de *e-commerce* no país é um exemplo muito relevante disso. Muitas pessoas ainda não se sentem confortáveis operando exclusivamente por meio de canais digitais.

No caso de usuários cadastrados na plataforma, que fornecerem um número de telefone ou Skype à plataforma, entendemos que não deve ter qualquer restrição sobre o contato por meio de telefone com esses nossos clientes.

Adicionalmente, conforme mencionado no pleito de ajuste ao art. 11, é comum a busca por subscritores realizada por intermédio de agentes autônomos de investimento a mando do próprio empreendedor de pequeno porte. Tal busca poderia ser realizada, também, a mando ou em parcerias institucionais das plataformas associadas com estes agentes, os quais possuem conhecimento e capacidade técnica de transmitir as informações essenciais da oferta e o risco atrelado ao investimento para os potenciais subscritores.

Desta forma, sugerimos a exclusão do artigo 28 III.

“Art. 28. [...] IV – utilizar material publicitário para divulgar a oferta por qualquer meio, inclusive no ambiente eletrônico da plataforma.”

Acreditamos que essa vedação se relaciona ao uso de materiais produzidos para fazer propaganda. Destacamos que atualmente, no contexto das ofertas de *crowdfunding de investimento* feitos sob a Instrução CVM 400/2003, o nome “Material Publicitário” está sendo usado pela CVM em relação à todas as informações das ofertas publicadas, incluindo o conteúdo da página da oferta nas plataformas e a apresentação aos investidores em PowerPoint usado pela maioria das empresas emissoras.

É essencial que o emissor tenha a liberdade para apresentar informações comerciais em formato publicitário e personalizado, o que poderá ajudá-lo a comunicar porque é uma opção de investimento interessante. O emissor deve ter a possibilidade de fazer apresentações em *powerpoint*, documentos em PDF, vídeos ou outro formato da sua preferência, e publicar esses materiais na plataforma. Um vídeo apresentando o negócio e os seus sócios e uma apresentação pitch em PowerPoint ou PDF são materiais que fazem parte essencial do modelo de *crowdfunding de investimento* e são usados pela grande maioria das plataformas globais.

Propomos que as informações a serem publicadas na plataforma, em qualquer formato, sejam definidos como “materiais da oferta” ou algo parecido, e que seja explicitamente permitida a sua publicação na plataforma. No modelo de *crowdfunding de investimento*, essas matérias da oferta são o equivalente mais próximo do Prospecto usado nas ofertas sob a regulamentação da CVM 400 e não de materiais publicitários produzidos para fazer propaganda.

Destacamos que para publicar as informações na plataforma no formato de apresentações ou vídeos, é necessário no lado tecnológico que as plataformas publiquem as informações usando serviços com YouTube, Vimeo e Slideshare, para que as informações nesses formatos sejam reproduzidos no ambiente da plataforma. Pedimos que a publicação das matérias da oferta com a intenção de reproduzir no ambiente da plataforma seja explicitamente permitidos na regulamentação.

Sugerimos esclarecimentos acerca da definição de “material publicitário”, conforme previsto nessa cláusula para que fique claro quais matérias de propaganda não são permitidos. É importante que haja alguma definição, ou, ainda, se é equiparável ao parâmetro definido no art. 50 da Instrução CVM nº 400/03.

Também sugerimos esclarecimento nesse artigo que, de acordo com o artigo 31 da proposta, que serão permitidas mensagens objetivas e fatuais, por meio de e-mail, da plataforma ou das mídias sócias, sobre a oferta e o seu progresso, e que esses não serão considerados materiais publicitários.

“Art. 28. [...] VII – fazer recomendações personalizadas aos investidores sobre as ofertas públicas realizadas com dispensa de registro;”

Embora não haja obrigação das plataformas realizarem processo de suitability dos investidores cadastrados, o que lhes possibilitaria fazer recomendações de investimento conforme instrução, é importante destacar que são vários os avisos de risco desta Instrução que deixam claro para os investidores que todos os investimentos nesta modalidade de crowdfunding são de alto risco. Neste sentido, entendemos que apenas um perfil de risco é aceito e, ademais, que já existem mecanismos suficientes

para garantir que os investidores não se exponham mais do que o sugerido, como por exemplo, os limites de aporte por investidor.

Por serem ofertas operadas em ambientes digitais, é possível e desejável otimizar a comunicação da plataforma com os investidores e usuários cadastrados em seu serviço de acordo com a sua experiência de navegação ou comportamento no uso do serviço, podendo se utilizar esses dados para otimizar a segmentação de comunicação desta plataforma com o público interessado.

Desta forma, sugerimos a exclusão do artigo 28 VII.

“Art. 28. [...] VIII – receber depósitos dos montantes disponibilizados pelos investidores em conta corrente ou realizar qualquer atividade privativa de instituição financeira;”

Entendemos a preocupação que a CVM tem em evitar que uma plataforma exerça atividades que são privativas de instituições financeiras. Todavia, gostaríamos de atentar para a existência de regulamentação dos arranjos e das instituições de pagamento, nos termos da Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, das Resoluções nºs 4.282 e 4.283, de 4 de novembro de 2013, do Conselho Monetário Nacional, e demais normativos editados pelo Banco Central do Brasil sobre a matéria. Tais atividades, por não serem privativas de instituições financeiras, podem, em tese, ser praticadas por plataformas. Isso, inclusive, seria desejável, pois poderá reduzir os custos normalmente incorridos na liquidação das operações. Assim, solicitamos a adequação da regra proposta para que fique claro que as plataformas poderão também operar como instituições de pagamento, desde que o façam nos termos da regulamentação em vigor.

Mas, na hipótese destas restrições permanecerem, deveriam aplicar-se somente à plataforma e não a “seus controladores, administradores, funcionários e prepostos”. É bem possível que os sócios das plataformas estejam envolvidos em outras entidades e é razoável que eles tenham o direito de explorar novas oportunidades sem ter de vender suas respectivas participações na plataforma.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 28. [...] VIII – realizar qualquer atividade privativa de instituição financeira, excluindo-se desta vedação seus controladores, administradores, funcionários e prepostos;

“Art. 28 [...] IX – realizar atividades privativas de entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários;

X – realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários;”

As restrições dos dois itens acima não deveriam ser vedações, mas sim clarificações que a permissão da CVM operar uma plataforma de *crowdfunding de investimento* não significa permissão para realizar estas atividades. Acreditamos que qualquer empresa, seja ela uma plataforma ou não, que tem as devidas permissões da reguladora, deveria ter como realizar as atividades permitidas.

No mínimo, se se aplicar essas restrições como vedações, eles deveriam se aplicar somente à plataforma e não a “seus controladores, administradores, funcionários e prepostos”. É bem possível que os sócios das plataformas estejam envolvidos em outras entidades e é razoável que eles tenham o direito de explorar novas oportunidades sem ter de vender suas respectivas participações na plataforma.

Um mercado secundário para os valores mobiliários distribuídos por meio das plataformas, por exemplo, mesmo que improvável surgir no curto prazo, seria um desenvolvimento incrivelmente positivo para o setor e os mercados de capitais em geral. Os sócios das plataformas são bem qualificados e posicionados para desenvolver tais propostas no futuro.

Desde que as plataformas e novas entidades cumpram a regulamentação aplicável, consideramos tal restrição injusta e desnecessária.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

“Art. 28 [...] IX – realizar atividades privativas de entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários, excluindo-se desta vedação seus controladores, administradores, funcionários e prepostos;

X – realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários, excluindo-se desta vedação seus controladores, administradores, funcionários e prepostos;”

“Art. 28 [...] XV – cobrar qualquer taxa dos investidores a título de desempenho dos valores mobiliários adquiridos,”

Assumimos que essa vedação tem a intenção de fornecer proteção aos investidores, mas acreditamos fortemente que seu efeito é diretamente o oposto. Na opinião da Associação essa vedação prejudicaria principalmente os investidores em crowdfunding de investimento, bem como as empresas e as próprias plataformas. Além, ataca a própria base de um mercado responsável e estável – o alinhamento dos interesses dos participantes.

É justa e desejável para todas as participantes do mercado ter a cobrança de taxa variável em conformidade com a rentabilidade dos investimentos. A taxa de sucesso não se relaciona a um papel contínuo da plataforma em relação à empresa investida. Pelo contrário, é uma taxa futura diferida e condicional, mas relacionada ao trabalho de procura, triagem e avaliação feito pela plataforma antes do início da captação.

É enganoso comparar essa taxa com as taxas de desempenho de investimentos gerenciados por fundos de investimentos. Essas taxas são relacionadas com o desempenho do fundo que é diretamente ligado à tomada de decisão discricionária do gestor do fundo. No mercado de *crowdfunding de investimento*, as taxas são relacionadas ao trabalho prévio realizado pela plataforma, que acreditando ter atraído empresas de pequeno porte mas de grande potencial futuro captar por meio da plataforma, aceita fazer jus a parte de sua remuneração apenas na hipótese do desempenho do empreendedor de pequeno porte ser satisfatório.

Frequentemente recebemos *feedback* positivo de investidores em relação à taxa de sucesso, pois fica evidente que a plataforma está fazendo tudo possível para atrair as melhores empresas. Ou seja, esta restrição promove comportamento de curto prazo das plataformas e prejudica os interesses dos investidores.

É um fator essencial para o desenvolvimento de um mercado confiável ter os interesses dos investidores e das plataformas alinhados no longo prazo. Destacamos também como esse tipo é bastante diferente de investimento em corporações por meio da bolsa, por exemplo. Com investimento na Bolsa, o investidor acessa investimentos líquidos e disponíveis, sendo disponíveis exatamente as mesmas valores mobiliários das mesmas empresas por meio de uma enorme gama de intermediários potenciais. Assim, o investidor paga em relação à transação de compra e venda dos ativos por que representa o valor adicionado à transação pelo intermediário. Com os investimentos por meio de *crowdfunding de investimento*, o investidor acessa oportunidades exclusivas à e selecionadas pela plataforma. Mais ainda, a expectativa do investidor é que para um portfólio de investimentos individuais nesse produto, ele vai receber um retorno sobre a minoridade deles, e perder o valor investido em relação à maioria dos investimentos individuais. É, portanto, muito mais razoável e desejável para o investidor pagar uma taxa deferida e condicional somente caso tenha lucros, do que sobre o valor investido no momento de investimento.

Entendemos que uma das preocupações da CVM é a possibilidade das plataformas cobrarem taxas que não estejam previstas de maneira clara. Assim, sugerimos que a forma de cálculo da taxa de sucesso da seja restrito a uma determinada porcentagem do ganho de capital bruto do investidor, prevista de forma simples e clara, na forma prevista no Anexo 8.

Desta forma, sugerimos a exclusão do artigo 28 XV e inclusão de um novo artigo:

Art. [.] Às plataformas é permitido cobrar dos investidores, taxa condicionada ao desempenho dos valores mobiliários adquiridos. A taxa deve ser calculada com um percentual simples do ganho de capital bruto obtido pelo investidor ao auferir o ganho de capital desta operação.

“Art. 28 [...] XVI – ser sócio ou exercer qualquer cargo em órgão deliberativo do empreendedor de pequeno porte anteriormente à oferta, exceto na hipótese de oferta subsequente.”

Entendemos que esta vedação deva ser retirada e seu possível efeito negativo mitigado com *disclosure* adequado sobre potencial conflito de interesse, na forma prevista no art. 19, II.

Isso se justifica, pois é comum um determinado investidor-anjo não ter condições financeiras de investir toda a sua alocação pro-rata em rodadas futuras da investida. Em um cenário em que tal empresa vai muito bem, é altamente desejável que o investidor-anjo possa ser líder de uma captação via crowdfunding para que outras pessoas aproveitem do seu direito de preferência e participem de um negócio promissor.

Ademais, independentemente da aceitação da sugestão feita no parágrafo anterior, entendemos que devem ser incluídas exceções tão-somente para ofertas subsequentes, em que os sócios da plataforma já tinham adquiridos valores mobiliários do emissor, no âmbito da oferta, mas também pelas ofertas efetuadas pela própria plataforma de *crowdfunding de investimento*.

Todas as plataformas são *startups* e necessitam captar recursos para poder crescer. Dada a enorme falta de capital de risco no país, é fundamental que as plataformas possam promover suas próprias captações via oferta pública.

Esse aspecto também nos permite fazer manifestação de cunho genérico: as plataformas são entidades comerciais e, para que o mercado de *crowdfunding de investimento* se desenvolva no País, as plataformas devem ser comercialmente viáveis. Hoje elas ainda não são. Todas as plataformas associadas à Equity investem mais do que seu faturamento anual, o que leva a perdas contábeis anos após ano. Assim, as plataformas dependem do contínuo interesse de novos investidores para sobreviver nesta fase inicial. Se a proposta da CVM impossibilitar que as plataformas tornem-se lucrativas no médio prazo, o mercado jamais emergirá.

Desta forma, sugerimos a exclusão do artigo 28 XVI.

“Art. 29. Na operação dos fóruns eletrônicos de discussão da plataforma, os administradores, funcionários e prepostos, tanto do empreendedor de pequeno porte quanto da plataforma, assim como os investidores líderes de sindicato de investimento participativo, ficam impedidos de apagar ou remover comentários que discordem das premissas ou previsões do desempenho futuro dos empreendimentos que tenham sido apresentados pelo empreendedor de pequeno porte, pelo investidor líder, pela própria plataforma, ou por outros usuários do fórum.”

Entendemos que o presente item merece ajuste para que permita a moderação dos fóruns eletrônicos de discussão da plataforma, inclusive para possibilitar a remoção de conteúdo que transmita mensagem de ódio, de cunho discriminatório, ilegal, imoral e outras condutas não adequadas.

Desta forma, sugerimos seguinte redação:

Art. 29. Na operação dos fóruns eletrônicos de discussão da plataforma, os administradores, funcionários e prepostos, tanto do empreendedor de pequeno porte quanto da plataforma, assim como os investidores líderes de sindicato de investimento participativo, ficam impedidos de apagar ou remover comentários que discordem das premissas ou previsões do desempenho futuro dos empreendimentos que tenham sido apresentados pelo empreendedor de pequeno porte, pelo investidor líder, pela própria plataforma, ou por outros usuários do fórum; podendo, no entanto, removerem conteúdo que transmita mensagem de ódio, de cunho discriminatório, ilegal, imoral e outras condutas não adequadas.

“Art. 30. As mensagens enviadas por meio da plataforma, de fóruns eletrônicos de discussão, correio eletrônico, mídias sociais e demais programas e aplicativos assemelhados devem conter clara identificação dos administradores, funcionários e prepostos da plataforma, do investidor líder de sindicato de investimento participativo, ou do empreendedor de pequeno porte como participante ou remetente.”

As mensagens enviadas por meio “de fóruns eletrônicos de discussão, correio eletrônico, mídias sociais e demais programas e aplicativos assemelhados” já tem por natureza a identificação do remetente. Como exemplo, o nome do remetente é incluído no nome conta de usuário na plataforma ou de mídia social usada para fazer o comentário, que permite a identificação do remetente. Essa exigência só se faz necessário no caso em que a identificação do remetente não seja obvio.

Também, as plataformas operam no mercado e não deveriam ter a exigência identificar a pessoa física específica que faz tal comentário.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação do artigo 30:

Art. 30. As mensagens enviadas por meio da plataforma, de fóruns eletrônicos de discussão, correio eletrônico, mídias sociais e demais programas e aplicativos assemelhados devem conter clara identificação do seu remetente.

“Art. 31. As mensagens enviadas por meio da plataforma, correio eletrônico, mídias sociais e demais programas e aplicativos assemelhados não são consideradas como procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados realizada fora do ambiente da plataforma caso:

III – contenham somente a informação da existência da oferta e o direcionamento eletrônico para as informações essenciais da oferta, nos termos do art. 8o.”

Remetemos, aqui, novamente, aos comentários feitos ao Artigo 8º *supra*, desta forma, sugerimos a exclusão do artigo 31 III.

“Art. 36. O investidor líder deve atender os seguintes requisitos:

I – ter comprovada experiência de investimento de recursos próprios em pelo menos 7 (sete) empreendedores de pequeno porte, conforme definidos por esta Instrução, por um período de, no mínimo, 7 (sete) anos;

Entendemos que o perfil mais comum do investidor líder é de um empreendedor ou executivo com grande experiência em segmentos de mercado alinhados com o do emissor. Investidores profissionais ou com larga experiência neste tipo de

investimento em geral possuem seus próprios grupos de co-investidores e não têm, por isso, grande incentivo para se exporem na internet como líderes. Ademais, praticamente não existem atualmente no Brasil investidores com a experiência proposta por essa instrução – 7 investimentos ou ter investido durante mínimo de 7 anos.

É fundamental entender o perfil do investidor líder além da sua experiência de investidor. Os melhores investidores de *venture capital* no mundo são, em sua maioria, operadores, ou seja, gente que já viveu os desafios de criar uma empresa do nada, de vender produtos/serviços que não existem no mercado, etc.

A internet hoje possibilita que a proposta de valor de um investidor institucional seja desmembrada. Ou seja, os empreendedores não precisam buscar em um único lugar o dinheiro, a mentoria e a rede de relacionamento que são característicos destes fundos de investimento. A grande sacada dos sindicatos é justamente poder colocar capital atrás de alguém que tem, por exemplo, apenas uma rede de relacionamento muito importante para o Emissor. Desta forma, os empreendedores têm mais flexibilidade para montar o grupo de investidores com maior potencial de alavancar o negócio, independente de sua experiência como investidor ou poder aquisitivo.

Acreditamos que esta Instrução não deve estabelecer perfil mínimo do investidor líder, mas sim obriga-lo a informar de forma transparente (i) a quantidade de investimentos já realizados; (ii) a experiência que possui nos mercados de atuação da startup; (iii) os potenciais conflitos de interesse na oferta; e (iv) o valor investido no negócio.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

Art. 36. O investidor líder deve atender os seguintes requisitos:

I – informar de forma transparente a) a quantidade de investimentos já realizados; (b) a experiência que possui nos mercados de atuação da startup; (c) os potenciais conflitos de interesse na oferta; e (d) o valor investido no negócio.

II – não ser sócio, direta ou indiretamente, ou exercer qualquer cargo em órgão deliberativo do empreendedor de pequeno porte anteriormente à oferta, exceto na hipótese de oferta subsequente;

As primeiras rodadas de investimento de uma startup são, em geral, de R\$100mil a R\$300mil, permitindo que apenas poucos investidores participem do negócio. Assim que a empresa é lançada no mercado e necessita de uma segunda rodada, em geral de R\$300mil a R\$1 Milhão, o desafio de buscar capital se torna realmente crítico – o estágio é conhecido como “vale da morte”, pois é muito dinheiro para investidores anjos tradicionais e pouco para fundos de investimento com aportes mínimos de R\$ 2 Milhões a R\$ 5 Milhões.

É neste momento que faz todo o sentido que um investidor líder, que já tenha aportado certa quantia na startup, possa abrir espaço do seu direito de preferência pro-rata para trazer co-investidores na sua alocação. Impedir tal prática é fechar as portas para o *crowdfunding de investimento* provavelmente no melhor momento para a entrada de investidores.

Em paralelo, entendemos que já existam uma série de *disclosures* obrigatórios deste líder que deixam transparentes aos demais investidores os potenciais conflitos de interesse inerentes à oferta.

Nossa sugestão, portanto, é que fiquem impedidos de liderar rodadas apenas os sócios detentores de mais de 10% da emissora ou os sócios executivos, que recebem algum tipo de remuneração por seu trabalho, parcial ou integral, na companhia.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

II – não ser sócio detentor, direta ou indiretamente, de mais de 10% do capital social da emissora ou exercer qualquer cargo em órgão deliberativo do empreendedor de pequeno porte anteriormente à oferta, exceto na hipótese de oferta subsequente;

III – não ser sócio, administrador, funcionário ou preposto da plataforma e nem receber qualquer remuneração desta;

O desafio de todas as plataformas, como de qualquer investidor-anjo ou fundo de venture capital, é ter acesso às melhores startups. A elite dos empreendedores em geral pode escolher com quem deseja levantar recursos e, neste sentido, os sócios, administradores e funcionários das plataformas estão em posição privilegiada para conseguirem acessar, na pessoa-física, algumas destas oportunidades.

Em um mercado nascente como o brasileiro, onde são raros os investidores líderes dispostos a assumirem o trabalho e a exposição que uma oferta via *crowdfunding de investimento* demanda, impedir que pessoas ligadas às plataformas participem ativamente deste mercado é certamente um resultado indesejado do ponto de vista dos empreendedores e investidores brasileiros. Pois se alguém ligado a plataforma investe seu próprio capital e coloca sua reputação em jogo, os co-investidores sabem que a crença no sucesso daquele negócio é realmente alta.

Uma cláusula como essa impediria, por exemplo, que modelos de plataformas bem sucedidas como o FundersClub dos EUA ou o OurCrowd de Israel fossem viáveis no Brasil. Em ambos os modelos, o capital dos sócios da plataforma obrigatoriamente são investidos em cada uma das ofertas disponibilizadas para os demais investidores. Afinal, isso é um dos maiores indicativos de que os negócios selecionados pelas plataformas são realmente de qualidade.

Por fim, muitas plataformas usaram o crowdfunding para levantar recursos com pessoas o mais conectadas com o ecossistema empreendedor brasileiro possível. Impedir que estes investidores, que acreditam em um modelo de financiamento online, participem como líderes é uma penalidade injusta e prejudicial ao mercado. Alguns dos principais investidores-anjos brasileiros já são investidores de plataformas de *crowdfunding de investimento*. Proibir que eles compartilhem seus negócios com a multidão certamente será uma penalidade alta não apenas para eles, mas para outros investidores que gostariam de ter o acesso a bons empreendedores.

Desta forma, sugerimos a exclusão deste inciso III.

IV – realizar investimento de recursos próprios no empreendedor de pequeno porte de pelo menos 10% (dez por cento) do valor alvo de captação na oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução, exclusivamente por meio de participação no sindicato em que atua e nos mesmos termos dos demais sócios deste;

Em relação ao percentual mínimo de 5% do aporte do líder, tal previsão inviabilizará a participação do perfil mais apropriado para liderar rodadas em startups: jovens empreendedores que ainda não possuem recursos financeiros suficientes, mas estão conectados com outros empreendedores e com novas tendências tecnológicas que, por isso, lhes conferem melhores condições de prever o futuro do que a imensa maioria da população.

Para se adequar a esta norma, estima-se que o investidor líder deva ter um patrimônio financeiro mínimo de R\$10 Milhões (assumindo diversificação mínima de 20 negócios, rodadas de R\$ 500mil e exposição máxima de 5% em startups). Isso simplesmente é inviável para a imensa maioria dos empreendedores brasileiros, que tendem a ser o principal perfil de investidor-líder. Se tal critério for estabelecido, o líder não conseguirá diversificar o suficiente seu capital ou terá que liderar rodadas menores, que por sua vez acarretarão custos de transação maiores aos investidores do sindicato (estima-se que o valor mínimo viável para um sindicato é de R\$300mil, pois implica um custo mínimo de transação de 10%, o que já é bastante alto).

Vale ressaltar que ainda são raros os casos bem sucedidos de liquidez no ecossistema de startups brasileiro, portanto mesmo uma remuneração via taxa de performance para tais líderes é altamente incerta. Por isso, os principais empreendedores brasileiros que começam a investir em startups acabam por montar seus próprios fundos para que possam cobrar taxas de administração. Alguns que começaram liderando sindicatos logo perceberam que o trabalho de seleção, captação e acompanhamento das startups é tão alto que só faz sentido para eles se houver algum tipo de recompensa no curto prazo. Por isso, ao aumentar a barreira de entrada para investidores não profissionais ou não muito ricos, a proposta de democratização do investimento-anjo estará necessariamente ameaçada.

Sobre a obrigatoriedade do líder investir exclusivamente por meio do sindicato, vale observar que, o líder foi escolhido pelos empreendedores, pois possui condições de contribuir com a empresa para além do seu capital.

Além disso, o líder do sindicato não precisa pagar para investir na startup emissora. Ao obrigar que ele integre o sindicato, ele terá que arcar com os custos de manutenção deste veículo ou senão terá condições diferentes de todos os demais membros.

Por isso, sugerimos que não haja tal obrigatoriedade, mas sim que o líder se obrigue a compartilhar o contrato de investimento com a plataforma e com os demais investidores, de forma que fique provado que seus termos econômicos não diferem dos do sindicato.

Desta forma, sugerimos a exclusão deste inciso IV.

“Art. 37. O investidor líder deve celebrar contratos com o sindicato de investimento participativo e com a plataforma, previamente a realização de cada oferta em que atuará.

II – a natureza e a periodicidade das informações a serem prestadas pelo líder aos demais investidores do sindicato acerca do andamento dos negócios do empreendedor de pequeno porte;

Conforme já exposto, a obrigatoriedade da prestação de contas deve ser exclusivamente da emissora. Não há como garantir que o líder terá acesso a tais informações e nem é desejável tê-lo como intermediário nesta relação.

III – a obrigação de o investidor líder divulgar aos demais investidores do sindicato a orientação de voto nas assembleias ou reuniões do empreendedor de pequeno porte; [...]

§ 2o O contrato entre plataforma e investidor líder deve estipular as seguintes vedações para o investidor líder durante o exercício de suas atividades:

I – receber qualquer espécie de remuneração ou benefício, direto ou indireto, por serviços prestados ao sindicato de investimento participativo, exceto pela taxa variável de desempenho em função do retorno dos valores mobiliários adquiridos pelo sindicato, a ser paga como despesa do sindicato; [...]

III – atuar em mais de 3 (três) sindicatos de investimento participativo por ano-calendário, incluindo todas as plataformas.[...]

Estabelecer um limite de investimentos para os sindicatos é ir contra a necessidade primordial de diversificação e fechar os olhos para alguns dos principais casos de sucesso de investimento-anjo no mundo: YCombinator, SVAngels, Jason Calacanis, entre outros. Todos estes investidores possuem um portfólio de mais de uma centena de startups, chegam a investir em um negócio por semana, e desenvolveram metodologias capazes de agregar valor em escala ou construíram redes de relacionamentos tão fortes que todo empreendedor quer receber capital destes investidores.

Entendemos que a preocupação da CVM é garantir que os sindicatos possam dar a devida atenção a cada uma das investidas, mas é preciso ficar claro que na maioria das vezes os sindicatos investirão com outros investidores off-line, preferencialmente fundos de investimento, portanto acabam se beneficiando do acompanhamento profissional de terceiros ou dividindo a responsabilidade com mais gente. Além disso, muitos sindicatos podem possuir mais de um investidor-líder ou possuir uma estrutura administrativa para dar conta do acompanhamento.

Ainda mais importante, é preciso ficar claro que a proposta de valor principal dos sindicatos é dar acesso a boas startups, e não garantir que o líder atuará ativamente no negócio, afinal a capacidade de interferência de um investidor é bastante limitada. Imagine que um investidor famoso como o Romero Rodrigues, fundador do Buscapé, decida montar um sindicato. Seus co-investidores não estão nem um pouco preocupados se ele vai se dedicar a acompanhar os negócios, o que eles sabem é que existem milhares de startups que fariam de tudo para tê-lo como investidor. O que importa é sua capacidade de selecionar bons empreendedores e sua disposição em colocar sua reputação de forma tão transparente em jogo. O que importa é sua

disposição em compartilhar seu acesso a bons negócios com um número grande de pessoas, e não apenas com seus poucos amigos de Harvard.

Por fim, é importante considerar que muitas startups precisarão levantar novas rodadas de capital e os sindicatos em sua maioria terão direito de preferência de continuar investindo nas próximas rodadas. Portanto, se no 2º ano uma das três startups investidas no ano anterior fizerem uma segunda rodada, o sindicato só poderá investir em mais dois negócios; e assim sucessivamente.

Pelo exposto acima, entendemos que essa cláusula é desnecessária para o contexto de startups e investimento-anjo e acaba por impossibilitar uma das maiores vantagens de se formar um sindicato, que é justamente conseguir alta diversificação nesta classe de ativos.

“Art. 49. As plataformas mencionadas nesta Instrução devem obter o registro como plataforma eletrônica de investimento participativo na CVM no prazo máximo de 180 (cento e oitenta e sessenta) dias, a contar da sua vigência.”

Dado que o prazo de aprovação sob Artigo 15 da proposta pode demorar até 240 dias (sendo 90 dias com a CVM + 60 dias parado + mais noventa dias com a CVM) ou 150 dias (sendo 90 dias com a CVM + mais 60 dias parado) se forem aceitos as sugestões da Associação em relação ao Artigo 15, um prazo de 180 para as plataformas obterem o registro não é suficiente. Isso concederia apenas 30 (trinta) dias para as plataformas realizarem todos os ajustes necessários as suas operações e prepararem e submeterem toda a documentação necessária para a CVM.

Sugerimos que o prazo de 180 dias no Artigo 49 se aplica para a submissão do pedido de aprovação das plataformas, em vez de para obter a aprovação.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

“Art. 49. As plataformas mencionadas nesta Instrução devem submeter o pedido de registro como plataforma eletrônica de investimento participativo na CVM no prazo máximo de 180 (cento e oitenta e sessenta) dias, a contar da sua vigência.”

Art. 50. Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação, devendo as ofertas realizadas por plataformas que ainda não obtiveram o registro observar os demais

requisitos desta Instrução, exceto quanto à exigência de registro da plataforma, durante a vigência do prazo referido no art. 49.

Para ter continuidade do mercado e certeza jurídica no momento do lançamento da nova regulamentação, acreditamos que também seria necessária e justo ter uma "cláusula de anterioridade" para dar uma período de "grandfathering"¹ para as ofertas já lançadas nas plataformas sob o regulamentação atual sejam permitidos a continuar.

“Anexo 8 - INFORMAÇÕES ESSENCIAIS SOBRE A OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS DISPENSADA DE REGISTRO PELA CVM E REALIZADA POR MEIO DE PLATAFORMA ELETRÔNICA DE INVESTIMENTO PARTICIPATIVO”

Entendemos que o Anexo 8 da regulamentação proposta vise a permitir o exercício do *full disclosure* e que os investidores tenham em mãos informações importantes para que possam tomar suas decisões de investimento.

Note-se, entretanto, que o formato proposto no referido Anexo 8 não parece adequado para as ofertas públicas de valores mobiliários via *crowdfunding de investimento*, já que tais ofertas são de valor pequeno. De acordo com as estimativas das plataformas, o documento a ser preparado com base no Anexo 8 terá aproximadamente 80 páginas, o que não se coaduna com as necessidades e os custos que as empresas menores possam arcar.

É importante ressaltar, por oportuno, que entendemos que as informações exigidas no Anexo 8, em grande parte, são relevantes e devem ser disponibilizadas aos investidores. O que entendemos ser inadequado é o formato adotado. Se o documento for longo, como o proposto, não terá a eficácia imaginada e há grande chance de os investidores não tomarem conhecimento de todo o seu conteúdo. Assim, um documento de *disclosure* mais curto será mais benéfico que o proposto pela CVM.

¹ https://en.wikipedia.org/wiki/Grandfather_clause

Assim, propomos que a apresentação de informações das ofertas seja feita com base em 3 pilares principais:

(1) **Pitch / informações comerciais do emissor** na forma de uma apresentação e/ou página de informação e/ou vídeo a ser disponibilizada na página da oferta na plataforma. Esses materiais teriam formato comercial e seriam individuais, a ser disponibilizado na plataforma ou pelo emissor. Todas as informações sobre o plano de negócios, o mercado do emissor e o seu histórico empresarial fariam parte. Note-se que a utilização de um *pitch deck* e vídeo tornou-se prática padrão no mercado global de investimento em *startups* e empresas emergentes, visando a comunicar a história e a visão comercial do emissor para investidores potenciais.

- Também pedimos que essa cláusula seja considerada em conjunto especificamente com as manifestações da Associação em relação ao Artigo 19 da proposta. São as informações nesses materiais que devem ser da responsabilidade única das emissoras, sendo que as plataformas não têm como verificar ou serem responsáveis por sua veracidade

Lâmina / Anexo 8 com as informações essenciais da oferta (incluindo aspectos legais, valores mobiliários a serem ofertados, fatores de risco etc). As informações seriam disponibilizadas em formato padrão, o que permitirá a análise pelos investidores, bem como a comparação com outras oportunidades de investimento independentemente da plataforma.

- De novo pedimos que essa cláusula seja considerada em conjunto especificamente com as manifestações da Associação em relação ao Artigo 19 da proposta. São as informações na lâmina que a plataforma tem como verificar sua veracidade por meio dos registros do Governo, Junta Comercial e Serasa Experian, entre outros.

(3) **Pacote de documentos**, que servirá para que o investidor obtenha informações de cunho jurídico sobre o emissor e a oferta. Poderão ser incluídos cópia do contrato social do emissor, certidões emitidas para comprovar as informações na Lâmina etc.

Acreditamos que a apresentação de informações e documentos na forma que propomos atenderá às necessidades de transparência, mas de maneira mais útil do que a encontrada na regulamentação proposta. Ao mesmo tempo, flexibiliza o formato e facilita a vida dos emissores e das plataformas. Incluímos no anexo uma versão

completa revisada do Anexo 8 destacando os materiais a serem incluídos em cada um desses três partes das Materiais da Oferta.

Ainda sobre o Anexo 8, tecemos os seguintes comentários:

Seção 3. [...] c) em relação ao item 2 da alínea (b) da seção 3, as condições em que se dará a conversão e o método de avaliação do empreendedor de pequeno porte para fins de determinação do preço de emissão do título de participação a ser emitido;

A avaliação do preço da emissão é subjetivo e é levado a cabo por meio da aplicação de várias técnicas. O escopo final da avaliação ou preço da oferta não é uma ciência exata mas sim uma decisão comercial do empreendedor de pequeno porte. O empreendedor que tem que decidir qual é o equilíbrio preferido dele entre atingindo o melhor (maior do ponto de vista dele) avaliação possível e a probabilidade de sucesso da oferta.

Assim, não é possível destacar o método usado de maneira objetiva. As plataformas funcionam como *marketplace* e não haverá garantias que atrairão investidores. A avaliação é um grande fator a ser levado em consideração pelo investidor na hora que decide aportar ou não os recursos solicitados. Mas não nos parece que cabe ao emissor justificar a avaliação da maneira proposta.

Ademais, *valuation* e valor não são a mesma coisa. Um investidor pode ver mais valor em uma oportunidade de investimento do que o outro, mesmo que os métodos de *valuation* levem a conclusões parecidas. Cada investidor tem suas próprias metas de retorno de investimento, não existindo um único padrão de mercado global de *crowdfunding de investimento*. Cabe ao cada investidor individuo decidir se ele quiser investir nos termos e com o avaliação oferecido ou não.

Seção 3. [...] g) cópia da escritura ou do contrato, conforme o caso.

Cada plataforma deveria poder solicitar as informações do investidor antes de fornecer o contrato de investimento. Assim, nós entregaremos contratos personalizados e preenchidos com as informações do investidor, o que será gerado pela própria plataforma. Na forma proposta, seria criado um ônus indesejado ao se divulgar

publicamente os termos de investimento desenvolvidos num formato genérico e sem a identificação do investidor para quem os termos foram oferecidos. Obviamente, todo investidor receberá e terá de assinar os termos de investimento para efetuar um investimento. Poderá aceitá-los ou não. Assim tal exigência não fornece proteção adicional para os investidores, mas coloca as plataformas numa posição comercialmente desvantajosa em relação aos demais participantes do mercado.

Seção 6 [...] h) descrever as responsabilidades advindas da aquisição e conversão de participação em sociedades empresárias que, dependendo do tipo societário adotado, podem acarretar possíveis riscos ao patrimônio pessoal do investidor em razão de sua responsabilidade patrimonial limitada não ser reconhecida em decisões judiciais nas esferas trabalhistas, previdenciária e tributária, entre outras;

Este risco somente existirá caso seja possível o investidor receber cotas de uma sociedade limitada, de acordo com os termos de conversão. Caso isso não seja aplicável, a plataforma não deveria ter a obrigação informar sobre riscos não associados ao investimento.

Seção 6 [...] l) informar que há risco de descontinuidade das operações da plataforma, o que pode afetar a obtenção de informações sobre o empreendedor de pequeno porte após a realização da oferta.

Esse fator de risco mostra que exigir a emissora a passar informações para os seus investidores por meio das plataformas cria riscos adicionais no modelo para os investidores. As informações deveriam ser distribuídas diretamente pela emissora, e somente opcionalmente também via as plataformas ou outro fornecedor desse serviço, para que a falência eventual de uma plataforma não traz riscos adicionais para os investidores.

Seção 10. Informações sobre a tributação aplicável

a) descrever a tributação aplicável aos investidores em caso de obtenção de retorno no investimento no empreendedor de pequeno porte; e

As plataformas não são qualificadas a fornecer essas informações. A tributação aplicável depende de vários fatores específicos do investidor bem como ela pode ser atualizada em qualquer momento fora do conhecimento das plataformas. A responsabilidade para o entendimento e cumprimento das regras tributárias são exclusivamente do investidor. Assim, sugerimos que a seção 10 do Anexo 8 deveria ser excluído.

Estes eram os comentários que tínhamos a fazer acerca da regulamentação proposta. Colocamo-nos à disposição para prestar maiores esclarecimentos que se façam necessários.

Por fim, a Equity solicita que qualquer comunicação em relação a esta manifestação seja encaminhada ao seu Diretor Executivo, Adolfo Menezes Melito, por meio do seguinte endereço de correio eletrônico: adolfo.melito@equity.org.br.

Cordialmente,

EQUITY – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS PLATAFORMAS DE EQUITY
CROWDFUNDING

Diretor Executivo - Adolfo Menezes Melito

Diretor e fundador da plataforma StartMeUp – Diego Perez

Diretor e fundador da plataforma Broota – Frederico Plass Rizzo

Diretor e fundador da plataforma EqSeed – Gregory Martin Kelly