

São Paulo, 05 de dezembro de 2016.

À

**Comissão de Valores Mobiliários – CVM**  
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro  
Rio de Janeiro/RJ, CEP 20159-900

Endereço eletrônico: [audpublicaSDM0616@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0616@cvm.gov.br)

Ref.: **Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016 – Proposta de regulação para o investment-based crowdfunding**

Prezados Senhores,

Conforme Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016, de 08 de agosto de 2016 (“Audiência Pública” e “Edital”, conforme o caso), aproveitamos a oportunidade para anexar à presente nossos comentários e sugestões à minuta de Instrução proposta (“Minuta”) que visa regular a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores (“investment-based crowdfunding”).

Nossos comentários e sugestões são apresentados de forma segmentada para cada dispositivo da Minuta, iniciando com um quadro comparativo entre o texto da Minuta (à esquerda) e o texto com nossas propostas de ajuste ou de inclusão (à direita), tendo em seguida as justificativas para o ajuste ou inclusão proposto.

Cumprimentamos essa D. Comissão pela iniciativa de regular o *investment-based crowdfunding* com a preocupação de fiscalizar as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações nesse contexto, mas ao mesmo tempo atenta aos anseios do empreendedor de pequeno porte quanto à necessidade de fomento e às suas dificuldades de acesso a estruturas de captação de recursos mais sofisticadas. Nesse sentido, antecipamos nossos melhores votos para que a nova regulamentação traduza o processo contínuo de aperfeiçoamento do mercado de valores mobiliários.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

**Baptista Luz, Gimenez & Freitas Advogados**

Diogo Perroni Brant da Silva Carvalho  
Fabiano de Melo Ferreira  
Luciana Simões Rebello Horta  
Luis Felipe Baptista Luz

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

1.	<b>Art. 2º, § 2º - inclusões da alínea VIII e § 2º-A</b> <b>Definição de “coligado”; declaração sobre receita bruta consolidada.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:</p> <p>[Definições nas alíneas I a VII]</p> <p>[...]</p> <p>§ 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).</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:</p> <p>[Definições nas alíneas I a VII]</p> <p><u>VIII – coligado: empreendedor de pequeno porte de cujo capital social outra pessoa jurídica ou fundo de investimento participa com 20% (vinte por cento) ou mais, desde que tal pessoa jurídica ou fundo de investimento detenha ou exerça o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional de tal empreendedor de pequeno porte, com direitos especiais de voto, de veto ou de eleição dos membros da administração.</u></p> <p>§ 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), no exercício social encerrado em ano anterior à oferta.</p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Com o intuito de evitar a possibilidade de ser aplicado, nesses casos, o conceito de sociedade coligada previsto no art. 1099 do Código Civil, em prejuízo do empreendedor de pequeno porte, sugerimos a inclusão da redação acima tomando por base o disposto no art. 243, § 1º da Lei das Sociedades por Ações e levando em consideração a influência significativa do coligado sobre o Empreendedor.</p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

2.	<b>Art. 3º, § 5º – alteração do § 5º</b> <b>Prazo para recolocação de oferta em caso de insucesso da oferta anterior.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedor de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>§ 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.</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedor de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>§ 5º Não é admitida a realização de nova oferta com dispensa de registro nos termos desta Instrução pelo mesmo empreendedor de pequeno porte <u>que tenha tido sucesso na captação em oferta anterior</u>, 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.</p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Compreendemos que a CVM objetiva, com a proibição ao empreendedor de pequeno porte de realizar nova oferta em menos de 120 (cento e vinte) dias contados da primeira, prevenir abusos por parte de tal empreendedor quanto às captações realizadas.</p> <p>Entretanto, um empreendedor de pequeno porte pode realizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro nos termos da Minuta e não ter sucesso na captação dos recursos, caso tal campanha não atinja o valor alvo de captação (art. 5º, V, a). Nesses casos, em que o empreendedor sequer chega a receber os recursos, não há que se falar em existência de qualquer abuso e, por isso, entendemos que o período de restrição proposto não deveria ser aplicável a esse caso.</p> <p>Reforça esse entendimento o fato de que o mercado de tecnologia, em especial, é dinâmico e, por isso, uma ideia, projeto ou negócio que não atraiu a intenção de investimento do público em um primeiro momento pode vir a atrair dentro de pouco tempo em vista do surgimento de novas tecnologias ou condições de mercado que tornem tal ideia, projeto ou negócio inicial mais atraente.</p> <p>Além disso, o empreendedor de pequeno porte que fracassou em uma oferta pode vir a ter, em seguida, uma nova ideia, projeto ou negócio, ou uma modificação ou atualização da inicial que não teve sucesso na captação, que passe a ser muito atraente para o público de investidores.</p> <p>No contexto exposto acima, acreditamos que o empreendedor de pequeno porte é afetado desnecessária e negativamente pelo período de restrição proposto, tendo em vista que fica exposto à possibilidade de apropriação, por terceiros, de sua ideia, projeto ou negócio. Portanto, entendemos que o empreendedor de pequeno porte que não tenha tido sucesso na captação por meio de uma oferta deveria poder realizar uma nova oferta em prazo inferior a 120 (cento e vinte) dias contados da oferta mal sucedida.</p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

3.	<b>Art. 3º, § 7º, II – exclusão do inciso II do § 7º</b> <b>Retirada da limitação à oferta de quotas.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedor de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>§ 7º Na hipótese de o empreendedor de pequeno porte ser sociedade limitada, os seguintes requisitos também devem ser observados:</p> <p>I – o capital social deve estar totalmente integralizado antes da realização da oferta; e</p> <p>II – a oferta não pode ser de quotas da sociedade.</p>	<p>Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedor de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>§ 7º Na hipótese de o empreendedor de pequeno porte ser sociedade limitada, <del>os seguintes requisitos também devem ser observados:</del> I o capital social deve estar totalmente integralizado antes da realização da oferta; e</p> <p><del>II – a oferta não pode ser de quotas da sociedade.</del></p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Compreendemos as preocupações trazidas nos itens 1.1 (página 5) e 4.9.5 (página 20) das notas explicativas ao Edital; entretanto, pela nossa experiência no mercado de startups, acreditamos que a CVM poderia deixar a cargo do empreendedor a definição sobre os instrumentos contratuais hábeis a viabilizar a entrada e saída de investidores possibilitando, com isso, que o próprio mercado evidencie as alternativas para utilização do crowdfunding.</p> <p>Corroborando com esse entendimento o fato de que a própria proposta de Instrução obriga a plataforma de crowdfunding a alertar os investidores sobre os riscos possivelmente causados ao seu patrimônio pessoal, em razão de sua responsabilidade ser limitada ao patrimônio investido (art. 19, IV, h e Anexo 8, Seção 6, h).</p> <p>A sugestão de exclusão da proibição da oferta de quotas pelo empreendedor de pequeno porte também busca flexibilizar a possibilidade de captação de recursos por meio do investment-based crowdfunding com o objetivo permitir que tal empreendedor de pequeno porte possa ofertar títulos de participação societária ou valores mobiliários conversíveis em títulos de participação societária sem que isso deva necessariamente afetar seu tipo societário, inclusive no que se refere à possibilidade de se beneficiar do regime tributário do Simples Nacional.</p> <p>Dessa forma, ainda que faça sentido apontar a inexistência, no ordenamento jurídico brasileiro, de uma estrutura societária que possa compatibilizar a admissão de vários investidores como sócios e, ao mesmo tempo, que mitigue riscos comumente relacionados às sociedades limitadas com baixos custos, entendemos que o mercado de valores mobiliários é ambiente dinâmico, sujeito à criatividade de seus participantes quanto à elaboração de estruturas de negócio que viabilizem suas pretensões. Nesse sentido, aparentes complicações decorrentes desse tipo societário no contexto do <i>investment-</i></p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

<b>3.</b>	<b>Art. 3º, § 7º, II – exclusão do inciso II do § 7º</b> <b>Retirada da limitação à oferta de quotas.</b>
<p><i>based crowdfunding</i><sup>1</sup> podem ser vencidas em favor da viabilização da oferta de quotas ou de valores mobiliários conversíveis em quotas pelo empreendedor de pequeno porte.</p> <p>A ciência, pelo investidor, do risco de investir em uma sociedade limitada, em conjunto com a possibilidade de criação de instrumentos e estruturas que viabilizem a administração de uma sociedade limitada com grande quantidade de sócios, fazem crer ser injustificada a proibição expressa no art. 3º, § 7º, II.</p>	

---

<sup>1</sup> Tais como implicações registrárias, de viabilização de decisões societárias (especialmente nos casos em que a lei exige quórum qualificado), de falta de flexibilidade entre o valor de emissão das quotas e sua representatividade no capital social do empreendedor de pequeno porte etc.

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

4.	<b>Art. 5º, IV – ajustes ao inciso IV do art. 5º</b>	
<b>Prazo mínimo de 15 (quinze) dias para depósito do investimento pelo investidor.</b>		
Texto da Minuta	Texto Proposto	
<p>Art. 5º A distribuição de oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo registrada na CVM, devendo ser observados os seguintes procedimentos:</p> <p>[...]</p> <p>IV – a partir da data em que o montante total das intenções de investimento atingir o valor alvo da oferta, a plataforma pode comunicar aos investidores que manifestaram sua intenção de investimento que estes têm um prazo de 5 (cinco) dias úteis para realizar o depósito das quantias correspondentes; e</p>	<p>Art. 5º A distribuição de oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo registrada na CVM, devendo ser observados os seguintes procedimentos:</p> <p>[...]</p> <p>IV – a partir da data em que o montante total das intenções de investimento atingir o valor alvo da oferta, a plataforma <del>pode</del><u>deve</u> comunicar aos investidores que manifestaram sua intenção de investimento, <u>devendo tal comunicação conceder um prazo de, pelo menos, que estes têm um prazo de 5 (cinco) 15 (quinze) dias úteis</u> para a realização do depósito das quantias correspondentes; e</p>	
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Entendemos que o prazo de 5 (cinco) dias úteis para a realização do depósito é pequeno. A exiguidade do prazo eleva o risco de perda do prazo pelo investidor em função de eventual impossibilidade de acesso do investidor ao seu sistema de transações bancárias. Vale ressaltar que tal exiguidade e, em último caso, a consequente perda do prazo por parte de alguns investidores pode até fazer com que um empreendedor de pequeno porte deixe de atingir o valor alvo da captação (cf. art. 5º, V, b da minuta de Instrução).</p> <p>Para evitar que problemas de acessibilidade alheios à vontade do investidor, que possam afetar de forma tão negativa o recebimento do investimento pelo empreendedor de pequeno porte, entendemos que seria razoável haver um prazo de, pelo menos, 15 (quinze) dias úteis.</p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

5.	<b>Art. 5º, V e VI – inclusão de um novo inciso V</b> <b>Possibilidade de nova chamada de captação caso atingido pelo menos 80% do valor total de captação, porém menos do que 100%.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>Art. 5º A distribuição de oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo registrada na CVM, devendo ser observados os seguintes procedimentos:</p> <p>[...]</p> <p>IV – [...]</p> <p>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:</p> <p>a) o empreendedor de pequeno porte, na hipótese de o valor total depositado ser igual ou superior ao valor alvo de captação; ou</p> <p>b) os investidores, na hipótese de o valor total depositado ser inferior ao valor alvo de captação.</p> <p>§ 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.</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 5º A distribuição de oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo registrada na CVM, devendo ser observados os seguintes procedimentos:</p> <p>[...]</p> <p>IV – [...]</p> <p><u>IV-A – na hipótese de, após o encerramento da oferta, o valor total depositado seja equivalente a, pelo menos, 80% (oitenta por cento), do valor total de captação, poderá ser realizada nova chamada de captação para a mesma ideia, projeto ou negócio, caso em que a campanha poderá ser prolongada por até [•] ([•]) dias adicionais, possibilitando a adesão de novos investidores à oferta, observado o disposto no inciso IV;</u></p> <p>V – após o encerramento da oferta, <u>observado o disposto no inciso IV-A</u>, a plataforma deve autorizar a instituição financeira a que se refere o § 1º a transferir os recursos em até 5 (cinco) dias úteis para:</p> <p>a) o empreendedor de pequeno porte, na hipótese de o valor total depositado ser igual ou superior ao valor alvo de captação; ou</p> <p>b) os investidores, na hipótese de o valor total depositado ser inferior ao valor alvo de captação.</p> <p>[...]</p>
	<p><b>Justificativa:</b></p> <p>A inclusão da possibilidade de nova chamada de captação caso o valor total da oferta não tenha sido atingido, entretanto tenha havido uma captação efetiva de pelo menos 80%, visa evitar que um empreendedor de pequeno porte empenhe toda a quantidade de esforços e recursos necessários para uma campanha de <i>investment-based crowdfunding</i> e deixe de receber todo o valor do investimento por uma insuficiência na captação efetiva que seria superável, caso houvesse maior prazo ou, eventualmente, algum ajuste na campanha.</p> <p>Isso porque, diante do prazo de captação relativamente curto, de 90 (noventa) dias (art. 3º, I da minuta de Instrução), especialmente se comparado, por exemplo, com o prazo para distribuição</p>	

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

<b>5.</b>	<p><b>Art. 5º, V e VI – inclusão de um novo inciso V</b></p> <p><b>Possibilidade de nova chamada de captação caso atingido pelo menos 80% do valor total de captação, porém menos do que 100%.</b></p>
<p>pública de valores mobiliários com registro na CVM (6 meses, cf. art. 18 da Instrução CVM 400/2003), um empreendedor de pequeno porte cuja campanha de <i>investment-based crowdfunding</i> tenha alcançado captação inferior, mas próxima à meta estipulada, deve poder contar com prazo adicional para alcançar 100% (cem por cento) da captação. Em sua nova campanha de captação (para a mesma ideia, projeto ou negócio), o empreendedor de pequeno porte poderia ter, inclusive, a possibilidade de realizar eventuais ajustes estratégicos (como, por exemplo, nas demonstrações, na didática e no formato da mídia para apelo de interesses sobre a ideia, projeto ou negócio).</p> <p>Com o prazo adicional e a possibilidade de ajustes a serem implementados na nova campanha de captação, o empreendedor de pequeno porte cuja captação em sua campanha inicial de <i>investment-based crowdfunding</i> tenha se aproximado da meta terá o aproveitamento dos esforços e recursos financeiros dedicados à campanha de <i>investment-based crowdfunding</i>.</p>	



**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

<b>Art. 13, § 1º, V – alteração do inciso V do § 1º do art. 13</b>	
<b>6.</b>	<b>Código de conduta a ser elaborado pela plataforma não se refere ao empreendedor de pequeno porte.</b>
<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
<p>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.</p> <p>§ 1º A plataforma deve atender aos seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>V – elaborar um código de conduta aplicável a sócios, administradores, empregados e prepostos que contemple:</p> <p>[...]</p>	<p>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.</p> <p>§ 1º A plataforma deve atender aos seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>V – elaborar um código de conduta aplicável a <u>seus</u> sócios, administradores, empregados e prepostos que contemple:</p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>O ajuste proposto é apenas formal e visa apenas não dar abertura para o entendimento de que a plataforma deva elaborar um código de conduta aplicável aos sócios, administradores, empregados e prepostos de um empreendedor de pequeno porte ou de um sindicato de um empreendedor de pequeno porte.</p>	

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

7.	<b>Art. 17 – alteração do Parágrafo Único e inclusão dos §§ 2º, 3º e 4º</b> <b>Procedimentos quando a serviços em curso de plataforma que teve sua autorização cancelada.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>Art. 17. A autorização concedida pode ser cancelada:</p> <p>[...]</p> <p>Parágrafo único. Na hipótese prevista no caput, a plataforma eletrônica de investimento participativo deve comunicar o fato aos empreendedores de pequeno porte e investidores.</p>	<p>Art. 17. A autorização concedida pode ser cancelada:</p> <p>[...]</p> <p><del>Parágrafo único.</del> <u>§ 1º</u> Na hipótese prevista no caput, a plataforma eletrônica de investimento participativo deve comunicar o fato aos empreendedores de pequeno porte e investidores.</p> <p><u>§ 2º O empreendedor de pequeno porte que estiver promovendo uma campanha de captação de recursos, ou que estiver de qualquer outra forma utilizando os serviços da plataforma eletrônica de investimento participativo que teve sua autorização cancelada poderá designar outra plataforma para a dar continuidade aos serviços.</u></p> <p><u>§ 3º Na hipótese prevista no § 2º, a plataforma eletrônica de investimento participativo que tiver sua autorização cancelada deverá prover à outra plataforma escolhida pelo empreendedor de pequeno porte todos os documentos e informações necessários e pertinentes à regular continuidade dos serviços prestados.</u></p> <p><u>§ 4º O cancelamento da autorização para prestação de serviços de plataforma eletrônica de investimento participativo durante uma campanha de captação de recursos não afetará a campanha em curso, que deverá ser continuada e concluída nos termos desta Instrução, exceto se de outra forma optado pelo empreendedor de pequeno porte.</u></p>
	<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Considerando que o cancelamento da autorização impede que a plataforma continue prestando seus serviços relacionados a <i>investment-based crowdfunding</i>, o estabelecimento de obrigações de prestação de documentos e informações à plataforma sucessora preza pela qualidade da oferta em curso, visando minimizar os impactos negativos sobre os empreendedores de pequeno porte e sobre os investidores.</p>	

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

8.	<b>Art. 19º, I, b – alteração do item 'b'</b> <b>Ajuste relativo à possibilidade de contrato de participação nos termos da Lei Complementar 155/2016.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p><u>Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:</u></p> <p><u>I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:</u></p> <p>[...]</p> <p><u>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;</u></p> <p>[...]</p>	<p><u>Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:</u></p> <p><u>I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:</u></p> <p>[...]</p> <p><u>b) as informações prestadas pelo empreendedor de pequeno porte sejam consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta;</u></p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Apesar de entendermos que a Plataforma é, para a CVM, o Gatekeeper responsável pela garantia da eficiência das emissões via crowdfunding, fazer com que a Plataforma assegure e seja responsável pela veracidade das informações prestadas pelos Emissores, levando em consideração o tamanho da oferta, implicará, na prática, para as Plataformas, um elevado custo na realização de diligências preliminares.</p> <p>Entendemos que, nesse caso, a cadeia de responsabilidades que atualmente é aplicada no mercado secundário de valores mobiliários serve de dosimetria para esse artigo, na medida em que o intermediário do mercado secundário, também na qualidade de Gatekeeper, utiliza toda a sua diligência para garantir a coerência e eficiência das transações, deixando claro, nos respectivos documentos cadastrais dos seus clientes, que estes declaram como verdadeiras todas as informações que lhes foram prestadas.</p> <p>Acreditamos, portanto, que a medida da diligência das Plataformas restringe-se à verificação da consistência, suficiência e correção das informações, não podendo se responsabilizar pela veracidade de informações que lhes foram prestadas de boa-fé.</p> <p>Na eventualidade de a Plataforma ter conhecimento de que a informação é inverídica e, diante desse fato, não tomar nenhuma medida com o intuito de evitar o comprometimento da tomada de decisão fundamentada dos investidores, aí sim, esta responde, nos termos deste Edital, por omissão na verificação da consistência das informações.</p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

9.	<p align="center"><b>Art. 19º, I, e – alteração do item 'e'</b> <b>Ajuste relativo à possibilidade de contrato de participação nos termos da Lei Complementar 155/2016.</b></p>	
	<p align="center"><b>Texto da Minuta</b></p>	<p align="center"><b>Texto Proposto</b></p>
	<p>Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:</p> <p>I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:</p> <p>[...]</p> <p>e) o contrato ou a escritura garantida aos investidores o direito de alienação conjunta, nos mesmos termos e a igual preço àqueles oferecidos aos controladores, das ações ou quotas resultantes da conversão dos valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução, na hipótese de ser formulada oferta vinculante aos controladores para alienar, direta ou indiretamente, o controle do empreendedor de pequeno porte;</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:</p> <p>I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:</p> <p>[...]</p> <p>e) o contrato ou a escritura garantida aos investidores o direito de alienação conjunta, nos mesmos termos e a igual preço àqueles oferecidos aos controladores, <del>das ações ou quotas</del> <u>dos títulos ou instrumentos que confirmam ao investidor direito de participação</u> resultantes da conversão dos valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução, na hipótese de ser formulada oferta vinculante aos controladores para alienar, direta ou indiretamente, o controle do empreendedor de pequeno porte;</p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>A proposta de alteração aqui disposta, em linha com as sugestões anteriores, visa incluir a palavra “instrumentos” para que este artigo fique em linha com a figura societária introduzida pela Lei Complementar n. 155, de 27 de outubro de 2016, que altera a Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006.</p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

10.	<b>Art. 19, I, (i) - alteração</b> <b>Papel da plataforma quando à asseguaração de que o investidor receba do empreendedor de pequeno porte o valor mobiliário subscrito.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:</p> <p>I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:</p> <p>[...]</p> <p>i) o investidor receba o valor mobiliário subscrito, na hipótese das ofertas em que o valor alvo de captação venha a ser atingido;</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:</p> <p>I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:</p> <p>[...]</p> <p>i) <u>o empreendedor de pequeno porte realize todos os atos úteis e necessários para que</u> o investidor receba o valor mobiliário subscrito, na hipótese das ofertas em que o valor alvo de captação venha a ser atingido;</p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Diante da estrutura de funcionamento do <i>investment-based crowdfunding</i> e da impossibilidade de intermediação, pela plataforma eletrônica de financiamento participativo, de realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários (art. 28, X), tal plataforma não será a depositária central dos valores mobiliários emitidos pelo empreendedor de pequeno porte (c.f. art. 46). Nesse sentido, o papel correto dela no contexto do art. 19, I, (i) é o de assegurar que o empreendedor de pequeno porte realize os atos necessários para que o valor mobiliário subscrito seja recebido pelo investidor, uma vez que a prática desses atos é atribuição do empreendedor de pequeno porte.</p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

11.	Art. 20, II, (b) e §§ 3º e 4º - alteração do art. 20, II, (b) e inclusão dos §§ 3º e 4º Restrições à possibilidade de alteração do plano de negócios.	
	Texto da Minuta	Texto Proposto
	<p>Art. 20. A relação contratual entre a plataforma eletrônica de investimento participativo e o empreendedor de pequeno porte deve obrigatoriamente conter cláusula estipulando:</p> <p>[...]</p> <p>II – o dever de o empreendedor de pequeno porte comunicar à plataforma, no prazo de até 5 (cinco) dias úteis, a ocorrência dos seguintes eventos:</p> <p>[...]</p> <p>b) alteração no objetivo do plano de negócios que consta das informações essenciais da oferta; ou</p> <p>§ 1º [...].</p> <p>§ 2º [...].</p>	<p>Art. 20. A relação contratual entre a plataforma eletrônica de investimento participativo e o empreendedor de pequeno porte deve obrigatoriamente conter cláusula estipulando:</p> <p>[...]</p> <p>II – o dever de o empreendedor de pequeno porte comunicar à plataforma, no prazo de até 5 (cinco) dias úteis, a ocorrência dos seguintes eventos:</p> <p>[...]</p> <p>b) alteração <del>no objetivo do</del> <u>no</u> plano de negócios que <u>afete as descrições que constam</u> das informações essenciais da oferta; ou</p> <p>§ 1º [...].</p> <p>§ 2º [...].</p> <p><u>§ 3º Após a comunicação aos investidores nos termos do art. 5, IV, o plano de negócios que consta das informações essenciais da oferta não poderá sofrer modificações relevantes quanto aos objetivos, principais produtos ou serviços oferecidos, bem como quanto à destinação e forma de uso dos recursos captados.</u></p> <p><u>§ 4º Na hipótese de captação parcial sujeita à possibilidade de nova chamada de captação nos termos do art. 5, V, a restrição prevista no § 3º será aplicável no contexto da nova chamada de captação.</u></p>
	<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Embora a proposta inicial de redação para o art. 20 ofereça bastante flexibilidade para o empreendedor de pequeno porte, entendemos que ela possa sujeitar os investidores a abusos, caso alterações no plano de negócios possam ser realizadas sem restrições após o recebimento do investimento pelo empreendedor de pequeno porte nos termos da Instrução.</p> <p>Para um investidor, os objetivos do empreendimento sujeito ao investment-based crowdfunding, os produtos ou serviços oferecidos e o planejamento com relação ao uso dos recursos captados são informações relevantes que participam da decisão quanto à realização ou não do investimento.</p>	

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

<b>11.</b>	<b>Art. 20, II, (b) e §§ 3º e 4º - alteração do art. 20, II, (b) e inclusão dos §§ 3º e 4º Restrições à possibilidade de alteração do plano de negócios.</b>
<p>Desse modo, a possibilidade de alteração indiscriminada do plano de negócios pelo empreendedor de pequeno porte pode oferecer a oportunidade de atuar em completo desacordo com o plano de negócios inicialmente informado quando da oferta dos valores mobiliários adquiridos pelo investidor, podendo frustrar as expectativas de tal investidor. Acreditamos, portanto, que a instrução deva prever restrições com relação a tais informações oferecendo, pelo menos, a oportunidade de o investidor desistir do investimento em caso de alterações estratégicas do Plano que descaracterizem a essência do projeto inicialmente proposto.</p>	

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

<b>Art. 22, II – alteração</b>	
<b>12.</b>	<b>Possibilidade de conversão dos valores mobiliários emitidos pelo empreendedor de pequeno porte em outros direitos de participação além de ações.</b>
<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
<p>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:</p> <p>I - [...];</p> <p>II - conversão da totalidade da emissão do valor mobiliário ofertado nos termos desta Instrução em ações de sociedade anônima; ou</p> <p>[...]</p>	<p>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:</p> <p>I - [...];</p> <p>II - conversão da totalidade da emissão do valor mobiliário ofertado nos termos desta Instrução em <del>ações de sociedade anônima</del> <u>títulos ou instrumentos que confirmam ao investidor direito de participação</u>; ou</p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Conforme apontado nos comentários ao Art. 3º, § 7º (propondo a exclusão do seu inciso II), entendemos que o mercado de valores mobiliários é ambiente dinâmico, sujeito à criatividade de seus participantes quanto à criação de instrumentos e estruturas de negócio que viabilizem suas pretensões, de modo que não deve ser proibida a emissão de quotas ou outros direitos de participação, ou de valores mobiliários conversíveis em quotas ou outros direitos de participação, pelo empreendedor de pequeno porte.</p> <p>O termo “instrumentos” é sugerido propositadamente, com o objetivo de que norma abarque a figura societária introduzida pela Lei Complementar n. 155, de 27 de outubro de 2016, que altera a Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006.</p>	



**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

13.	<b>Art. 22 - inclusão do Parágrafo Único</b> <b>[•];[•].</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>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:</p> <p>I - [...];</p> <p>II - [...];</p> <p>III - [...].</p>	<p>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:</p> <p>I - [...];</p> <p>II - [...];</p> <p>III - [...].</p> <p><u>Parágrafo Único. Em caso de valor mobiliário ofertado nos termos desta Instrução que seja conversível em participação societária, a obrigação da plataforma e do empreendedor de pequeno porte de divulgar as informações requeridas nos arts. 20 e 21 cessará com a ocorrência das hipóteses previstas nos itens I ou II do art. 22, a que ocorrer por último.</u></p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Há valores mobiliários que podem ser emitidos pelo empreendedor de pequeno porte cuja conversibilidade em participação societária fica a critério do investidor, podendo o investidor exigir o pagamento no lugar da conversão em participação societária. Entendemos que a cessação da obrigação de divulgar as informações requeridas nos arts. 20 e 21 deve se encaixar em qualquer dessas possibilidades, a depender da opção manifestada pelo investidor.</p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

14.	<b>Art. 36, I - alteração</b> <b>Razoabilidade dos critérios de definição de experiência do investidor líder e sucesso dos investimentos.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>Art. 36. O investidor líder deve atender os seguintes requisitos:</p> <p>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;</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 36. O investidor líder deve atender os seguintes requisitos:</p> <p>I – ter comprovada experiência de investimento de recursos próprios <u>por um período de, no mínimo, 5 (cinco) anos,</u> em pelo menos <del>7 (sete)</del> <u>5 (cinco)</u> empreendedores de pequeno porte, conforme definidos por esta Instrução, <del>por um período de, no mínimo, 7 (sete) anos</del> <u>desde que tais empreendedores de pequeno porte ainda estejam em operação ou que a participação do investidor líder em tais empreendedores de pequeno porte tenham sido objeto de venda em condições vantajosas;</u></p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Como é sabido, o mercado de startups no Brasil ainda é recente e está iniciando seu crescimento, de modo que boas oportunidades de investimento (aos olhos de investidores líderes bem preparados) ainda são pouco comuns, o que torna a quantidade mínima de investimentos - em 7 (sete) empreendedores de pequeno porte – muito grande. Além disso, com relação ao prazo, o mercado de startups é muito dinâmico, a ponto de um prazo de 7 (sete) anos ser demasiadamente longo para a qualificação, especialmente levando em conta que a maioria dos investimentos de capital de risco busca liquidez em no máximo 5 (cinco) anos.</p> <p>Em face dessa realidade, propomos a redução dos critérios objetivos de período de experiência e de número de investimentos para, respectivamente, 5 (cinco) anos e 5 (cinco) empreendedores de pequeno porte. Adicionalmente, sugerimos a inclusão, como condição para a qualificação como investidor líder, que os empreendedores de pequeno porte investidos ainda estejam em operação ou, pelo menos, que a participação do investidor tenha sido objeto de transação em condições vantajosas para o investidor líder.</p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

15.	<b>Art. 36, §§ 1º e 2º (ref. inciso VII) - inclusão</b> <b>Sucessão de investidor líder que torne-se inapto para o exercício do cargo por deixar de atender aos requisitos do art. 36, VII.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>Art. 36. O investidor líder deve atender os seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>VII – não ter sofrido, nos últimos 5 (cinco) anos, punição em decorrência de atividade sujeita ao controle e fiscalização da CVM, do Banco Central do Brasil, da Superintendência de Seguros Privados - SUSEP ou da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC.</p>	<p>Art. 36. O investidor líder deve atender os seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>VII – não ter sofrido, nos últimos 5 (cinco) anos, punição em decorrência de atividade sujeita ao controle e fiscalização da CVM, do Banco Central do Brasil, da Superintendência de Seguros Privados - SUSEP ou da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC.</p> <p><u>§ 1º Os documentos constitutivos do sindicato de investimento participativo devem prever regras para a imediata sucessão do seu investidor líder caso este deixe de atender a qualquer dos requisitos previstos no art. 36, sem prejuízo do disposto no art. 37, § 6º.</u></p> <p><u>§ 2º O investidor líder do sindicato de investimento participativo que vier a deixar de atender a qualquer dos requisitos previstos no art. 36 poderá, a critério dos demais investidores do sindicato de investimento participativo, ser imediatamente substituído por novo investidor líder que preencha tais requisitos, em conformidade com os trâmites previstos nos documentos constitutivos do sindicato de investimento participativo.</u></p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>A inclusão dos §§ 1º e 2º no art. 36 leva em consideração o fato de ser o investidor líder o coordenador do sindicato de investimento participativo, além de ser o titular de, pelo menos, 5% do valor alvo da captação. Em razão de tamanha ingerência do investidor líder sobre o sindicato, em detrimento dos demais investidores, entendemos que a decisão sobre a efetiva substituição do investidor líder deve ficar a critério dos demais investidores no sindicato.</p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

16.	<b>Art. 49 - alteração</b> <b>Ajuste de redação.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>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.</p>	<p>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-<del>e sessenta</del>) dias, a contar da sua vigência.</p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>Ajuste de tipo na redação do art. 49.</p>		

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

17.	<b>Anexo 8, Seção 3, (c), (e) e (f), Seção 4, (e) - alterações</b> <b>Ajustes relativos à possibilidade de contrato de participação nos termos da Lei Complementar 155/2016.</b>	
	<b>Texto da Minuta</b>	<b>Texto Proposto</b>
	<p>Seção 2. Informações sobre o plano de negócios:</p> <p>a) o objetivo do negócio;</p> <p>b) os principais produtos ou serviços oferecidos;</p> <p>c) o público alvo do negócio;</p> <p>d) a região de atuação;</p> <p>e) o propósito da oferta;</p> <p>f) a destinação e a forma de uso dos recursos captados;</p> <p>g) o faturamento mensal e anual estimado; e</p> <p>h) outras informações consideradas relevantes.</p> <p>Seção 3. Informações sobre o valor mobiliário ofertado:</p> <p>[...]</p> <p>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;</p> <p>[...]</p> <p>e) em relação aos itens 2 e 3 da alínea (b) da seção 3, a eventual existência de obrigação de adesão a acordo de sócios ou acionistas, quando da aquisição ou conversão do título de participação, juntamente com os principais direitos e obrigações advindos desse acordo, em especial no que tange a limitações ao direito de voto dos sócios;</p> <p>[...]</p> <p>f) em relação ao item 2 da alínea (b) da seção 3, quais os diretos políticos e patrimoniais no empreendedor de pequeno porte serão conferidos pelas ações a serem entregues ao investidor na conversão; e</p> <p>[...]</p>	<p>Seção 2. Informações <b>gerais</b> sobre o plano de negócios:</p> <p>a) o objetivo do negócio;</p> <p>b) os principais produtos ou serviços oferecidos;</p> <p><del>c) o público alvo do negócio;</del></p> <p><del>d) a região de atuação;</del></p> <p><del>e) o propósito da oferta;</del></p> <p>f) a destinação e a forma de uso dos recursos captados;</p> <p><del>g) o faturamento mensal e anual estimado;</del> e</p> <p>h) outras informações consideradas relevantes.</p> <p>Seção 3. Informações sobre o valor mobiliário ofertado:</p> <p>[...]</p> <p>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 <u>ou instrumento que confira ao investidor direito</u> de participação a ser emitido;</p> <p>[...]</p> <p>e) em relação aos itens 2 e 3 da alínea (b) da seção 3, a eventual existência de obrigação de adesão a acordo de sócios ou acionistas, quando da aquisição ou conversão do título <u>ou instrumento</u> de participação, juntamente com os principais direitos e obrigações advindos desse acordo, em especial no que tange a limitações ao direito de voto dos sócios;</p> <p>[...]</p> <p>f) em relação ao item 2 da alínea (b) da seção 3, quais os diretos políticos e patrimoniais no empreendedor de pequeno porte serão conferidos <del>pelas ações</del> <u>títulos ou instrumentos que confirmam ao investidor direito de participação</u> a serem entregues ao investidor na conversão; e</p> <p>[...]</p>

**Anexo – Comentários e Sugestões à Minuta de Instrução**

17.	<b>Anexo 8, Seção 3, (c), (e) e (f), Seção 4, (e) - alterações</b> <b>Ajustes relativos à possibilidade de contrato de participação nos termos da Lei Complementar 155/2016.</b>	
	<p>Seção 4. Informações sobre o sindicato de investimento participativo, se houver:</p> <p>[...]</p> <p>7. os investimentos pessoais do investidor líder utilizados para comprovar o requisito de experiência do art. 37, I, listando os empreendedores de pequeno porte, e a sua participação no capital de cada um destes.</p> <p>[...]</p>	<p>Seção 4. Informações sobre o sindicato de investimento participativo, se houver:</p> <p>[...]</p> <p>7. os investimentos pessoais do investidor líder utilizados para comprovar o requisito de experiência do art. 37, I, listando os empreendedores de pequeno porte, e a sua participação no capital de cada um destes, <u>ou descrevendo outras formas de participação, conforme o caso.</u></p> <p>[...]</p>
<p><b>Justificativa:</b></p> <p>As alterações propostas na Seção 2 levam em consideração o fato de que a onerosidade dessa oferta <i>vis a vis</i> a excessiva exposição dos projetos do Emissor, especificamente com relação à sua estratégia de captação e à inovação dos seus projetos pode levar à rejeição do crowdfunding como modelo de captação.</p> <p>Isso porque em situações como estas os projetos, na maioria dos casos, têm mais valor do que a própria captação, de modo que a divulgação de informações estratégicas pode obstar a própria atratividade do projeto quando este vier a ser apresentado ao mercado.</p> <p>Caso a CVM entenda que o Investidor, de fato, precise inicialmente de mais informações do que o objetivo do negócio, sobre os principais produtos ou serviços oferecidos e a descrição sobre a importância da destinação e da forma de uso dos recursos captados, sugerimos que a CVM pense na possibilidade de acrescentar uma oferta com esforços restritos, definindo, tal como o fez na Instrução 476, um número máximo de investidores para quem o Emissor deverá divulgar as informações estratégicas do Projeto, caso entenda que, naquele caso, especificamente, a divulgação indiscriminada ao público em geral, pode comprometer o sucesso do projeto.</p> <p>As alterações propostas na Seções 3 e 4 visam alinhar a redação da minuta de Instrução com a figura societária introduzida pela Lei Complementar n. 155, de 27 de outubro de 2016, que altera a Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006.</p>		