

Rio de Janeiro, 06 de dezembro de 2016

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro nº 111, 23º andar

Rio de Janeiro/RJ, CEP: 20050-901

(Via e-mail: audpublicaSDM0616@cvm.gov.br)

Ref.: Edital de audiência pública SDM nº 06/16, que tem por objeto debater a “*Minuta de Instrução que dispõe sobre 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”)*”.

Prezados Senhores,

Nós, da **BENZECRY E PITTA ADVOCACIA ESPECIALIZADA** encaminhamos a seguir nossas sugestões e comentários com o objetivo de estimular o amplo debate e aprimoramento ao texto da minuta de Instrução objeto da Audiência Pública (“Minuta”) em referência, buscando contribuir com a importante iniciativa da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) em regulamentar as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte, conforme definição trazida na Minuta, realizadas com dispensa de registro.

Para maior facilidade de análise, passamos a tecer nossos comentários e sugestões em tópicos específicos sobre os pontos que consideramos mais relevantes da Minuta:

PONTO 1:

Isonomia entre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo e a oferta de FIP Capital Semente:

Conforme nosso posicionamento exarado na Audiência Pública SDM nº 05/2015, que tinha como objetivo a nova Instrução sobre a constituição, o funcionamento e a administração de Fundos de Investimento em Participações, entendemos, como de suma importância, que ao FIP Capital Semente seja dado tratamento isonômico e equânime com outros veículos e oportunidades de investimento similares, em especial com a regulação do mercado de *equity crowdfunding* que virá a ser regulado pela Instrução em debate na presente Audiência Pública.

Isto posto, cabe destacar que atualmente, sob a égide da Instrução CVM 578/2016, as cotas do FIP Capital Semente somente podem ser ofertados de uma das seguintes formas:

- i) com base na **Instrução CVM 400**, tendo por **público-alvo investidores qualificados**;
- ii) oferta pública distribuída com esforços restritos, nos termos da **Instrução CVM 476**, hipótese em que a colocação das cotas só pode ter como **público alvo investidores profissionais**.

Em contrapartida, a **oferta pública de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na CVM**, poderá ser **destinada a investidores qualificados e investidores em geral** – neste caso limitado ao montante de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário - ou, ainda, aos investidores líderes e investidores cuja renda bruta anual ou patrimônio líquido de investimento seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais)¹, também parâmetros absolutamente discrepante do conceito de investidor qualificado (um milhão) e profissional (dez milhões).

A comparação do público-alvo dessas modalidades de investimento, bem como os requisitos para registro e oferta, demonstra claro desalinhamento e falta de isonomia, na medida em que os dois veículos aplicam em ativos finais com características muito similares e tem também objetivos próximos: captar poupança popular para incentivar empreendimentos nascentes.

¹ Que neste caso poderão aplicar 10% do maior dentre a renda bruta ou patrimônio, mediante simples declaração.

Ademais, o FIP Capital Semente, por todo o seu arcabouço regulatório², tende a ter melhor relação risco x retorno para o investidor, mas acaba preterido dadas as dificuldades de acesso.

Se analisarmos do ponto de vista histórico, no final da década de cinquenta e início dos anos sessenta o “investimento coletivo” já existia, ainda que sem o substrato tecnológico e das plataformas eletrônicas. Foram iniciativas muito similares ao *equity crowdfunding* que acabaram disciplinadas e deram origem aos fundos de investimento e as sociedades de investimento, inicialmente previstos na Lei nº 4.728, de 1965, que disciplinou o nosso mercado de capitais.

De lá para cá os fundos de investimento acabaram mais difundidos que as sociedades de investimento, em especial pelos benefícios fiscais existentes em sua carteira, e, por consequência, também muito mais regulados.

Certamente as facilidades concedidas ao *equity crowdfunding* são muito relevantes e eficientes para o fomento ao mercado de capitais e as empresas alvo, e de forma nenhuma queremos tolher este avanço.

Não podemos, no entanto, deixar de perseguir este tratamento equitativo ou, no mínimo, pensar se a regulamentação dos fundos de investimento não se tornou tão complexa e onerosa, a ponta de direcionar o mercado de capitais a outras “inovações”, deixando de lado um veículo de investimento coletivo já sólido, estruturado e com muito menos questões de cunho jurídico, justamente pelo fato de tais questões como titularidade/sucessão, transferência de cotas, poderes dos cotistas e seu tratamento equânime, conflitos de interesse, transparência e acesso a informações, prestadores de serviços necessários, já terem sido amplamente debatidos nas últimas décadas e as funções e responsabilidades consolidadas.

Assim, ao nosso ver, não faz sentido que um veículo de investimento com objetivo tão similar e que conta com pontos tão importantes para a proteção do investidor, não possa estar da mesma forma acessível, como alternativa, ao mesmo público alvo.

² Conta com Gestor profissional habilitado na CVM (e com departamento técnico, de compliance e risco, assim como processo instituído de análise, seleção e tomada de decisão de investimento, bem como diversas regras de conduta e isenção de conflitos); administrador fiduciário; ativos avaliados a “valor justo”; auditor independente; cotas do fundo (como valor mobiliário representativo da participação); informações transparentes, consolidadas e periódicas, enviadas ao investidor ou disponíveis no site da CVM e prestadores de serviços.



Diante do exposto, ainda que o objeto do Edital em comento não trate diretamente do investimento em fundos de investimento em participações, sugerimos que a inovação trazida no art. 4º da Minuta seja aplicado também ao FIP Capital Semente.

Alternativamente, propomos que cotas de FIP Capital Semente possam ser ofertadas por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, tal como os valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte.

Se por acaso houver alguma dúvida da similaridade dos veículos, pode, ainda, ser criada uma subcategoria acrescida de um sufixo “crowdfunding”, nos fundos de capital semente, que, neste caso, teria os mesmos limites/direitos: i) R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) para o faturamento bruto das investidas, estando os investimentos por empresa limitados a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais); ii) ser destinada a investidores qualificados e investidores em geral – neste caso limitado ao montante de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário - ou, ainda, aos investidores líderes e investidores cuja renda bruta anual ou patrimônio líquido de investimento seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais)³.

PONTO 2

Adaptação do conceito de “Valor Alvo”:

Sugerimos que o conceito de “Valor Alvo” seja destrinchado em Valor Alvo Mínimo e Valor Alvo Máximo, para cada Oferta. Deste modo já ficaria transparente para os investidores qual o mínimo que o empreendedor entende necessário para o arranque do projeto e, tal como corriqueiro nas ofertas públicas de valores mobiliários, uma vez alcançado o mínimo esta poderia ser encerrada, com o cancelamento do excedente.

O Valor Alvo Máximo estaria sempre limitado aos R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões) previstos na norma, mas poderia ser valor inferior, conforme a intenção do limite máximo de captação pretendido pelo emissor.

"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:

³ Que neste caso poderiam aplicar 10% do maior dentre a renda bruta ou patrimônio, mediante simples declaração.



I – existência de valor alvo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), devendo ser definido um valor alvo mínimo e máximo para cada oferta, bem como o prazo de captação não superior a 90 (noventa) dias, que devem ser previamente definidos;

(...)

§ 3º Na hipótese da procura dos valores mobiliários objeto da oferta pública superar o valor alvo máximo 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 nos inciso I do caput, desde que esta possibilidade conste das informações essenciais da oferta pública nos termos do art. 8º desta Instrução.

§ 4º Para os efeitos do inciso I do caput, na hipótese em que já tenha sido previamente utilizada no ano-calendário a dispensa de registro de oferta pública nos termos desta Instrução, por meio da mesma ou de outra plataforma de investimento eletrônico participativo registrada, o somatório do valor total de captação da oferta atual com os montantes captados anteriormente pelo empreendedor de pequeno porte não pode exceder o valor de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais)."

No caso de incorporação dos conceitos acima propostos, de valor alvo mínimo e máximo, devem ser feitos outros ajustes ao longo do normativo, para compatibilizar com os citados conceitos.

PONTO 3

Informações Essenciais Sobre a Oferta (art. 8º e Anexo 8) e acompanhamento das investidas:

Parabenizamos a iniciativa desta D. CVM de elencar e sugerir o rol de informações essenciais de fornecimento obrigatório aos investidores antes de tomarem sua decisão de investimento, buscando padronizar o formato e conteúdo dos dados apresentados a respeito das ofertas públicas de valores mobiliários de diversos empreendedores de pequenos portes.

Tal iniciativa garante que as principais características da oferta e os seus riscos sejam divulgados de forma clara e objetiva, estando a informação acessível ao público em geral, e permitindo, inclusive, a comparabilidade entre propostas de ofertas em andamento nas diversas plataformas eletrônicas de investimento participativo.



Dentre as informações disponibilizadas na forma do Anexo 8, dedicamos especial atenção à prestação de informações contínuas após o encerramento da oferta, nos termos da Seção 5 do referido Anexo. Temos como entendimento que a divulgação de informações que permitam, ao investidor, o conhecimento a respeito da evolução da sociedade investida, tais como seu nível de endividamento e lucro líquido apurado no período, se aplicável, são essenciais e não podem ficar a exclusivo critério do empreendedor de pequeno porte quanto à sua divulgação, não podendo valer-se, para não divulgação, da reconhecida dificuldade de apreçamento do valor mobiliário após a oferta.

Assim, sugerimos a seguinte redação para a Seção 5 do Anexo 8 da Minuta (alterações realizadas ao texto proposto no âmbito da Audiência Pública em comento):

“Seção 5. Comunicação sobre a prestação de informações contínuas após a oferta

a) ~~definir as~~ ~~informar que~~ informações periódicas que o empreendedor de pequeno porte se compromete a divulgar para os investidores por meio da plataforma, descrevendo a periodicidade e as informações que serão prestadas, como, por exemplo: indicadores de desempenho, informações financeiras, desenvolvimento de novos produtos, mudanças de equipe, nível de endividamento, etc.

Sem prejuízo do acima disposto, ao investidor deve ser garantido o fornecimento de informações claras, objetivas e suficientes que permitam o pleno conhecimento da evolução da sociedade após o investimento.”

PONTO 4

Código de Conduta das Plataformas Eletrônicas de Investimento Participativo (art. 13, §1º, V):

Diante do claro objetivo da Minuta de instrução em comento de ampliar e melhorar a qualidade dos instrumentos de financiamento para empresas em fase inicial ou com dificuldades de acesso ao crédito em função de seu porte, e ao mesmo tempo promover segurança jurídica a este novo mercado, as plataformas eletrônicas de investimento participativo assumem papel fundamental na adoção de uma Política interna de Combate e Prevenção à Lavagem de Dinheiro, devido ao risco da prática de crimes de "lavagem" de dinheiro por meio do *crowdfunding*. O sucesso do mercado de *crowdfunding* está intrinsecamente ligado a sensação de segurança jurídica e confiança dos investidores com relação aos valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte.



Nesse sentido, as plataformas, na qualidade de novos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, que não sejam instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, deverão observar as normas que dispõem sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa referentes aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores, dispendo em seu Código de Ética de regras, procedimento e controles internos que permitam a identificação dos riscos e práticas dos crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores, nos termos da Lei nº 9.613, de 03 de março de 1998, através da adoção de mecanismos para conhecimento dos investidores, bem como dos emissores de valores mobiliários cadastrados nas plataformas.

Assim, sugerimos a seguinte redação para o inciso V, do §1º, do art. 13 da Minuta:

“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:

(...)

V – elaborar um código de conduta aplicável a sócios, administradores, empregados e prepostos que contemple:

a) os possíveis conflitos de interesse e suas formas de mitigação e os termos de participação nas ofertas realizadas pela plataforma;

b) regras, procedimentos e controles internos passíveis de verificação que permitam a identificação e cadastro dos investidores e dos emissores, de modo a proporcionar a identificação dos riscos e práticas dos crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores, nos termos da Lei nº 9.613, de 03 de março de 1998; e

bc) a aderência à legislação e regulamentação aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários.”

PONTO 5

Obrigação Adicional do Investidor Líder (art. 37, §1º):

A introdução do modelo de Sindicato de Investimento Participativo liberado por um Investidor Líder trouxe diversas preocupações à CVM, refletidas ao longo da Minuta por meio da previsão de mecanismos de proteção aos investidores que aplicam seus recursos, de maneira indireta, em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedor de pequeno porte.



Nesse sentido, uma das preocupações enfrentadas foi o fato da atuação deste profissional se assemelhar ao exercício de funções típicas de participantes de mercado, como o gestor profissional de recursos de terceiros, que passa por um denso processo de credenciamento junto à CVM para fins da autorização ao exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliário, atividade regulada por esta Comissão.

Assim, diante do modelo de atuação do Investidor Líder, julgamos pertinente incluir como mecanismos de mitigação de potenciais conflitos de interesse com o emissor da oferta, a obrigação do Investidor Líder de transferir ao sindicato de investimento participativo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição e atuação, em complemento à vedação de receber qualquer espécie de remuneração pelos serviços prestados, já presente na Minuta.

Isto posto, sugerimos a seguinte redação para o § 1º, art. 37 da Minuta:

“§ 1º O contrato entre sindicato de investimento participativo e investidor líder deve estipular, sem prejuízo do disposto no art. 19, I, g:

I – a forma de remuneração do líder, observado o disposto no § 2º, I, deste artigo;

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;

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;

IV – a obrigação de o investidor líder notificar os demais investidores do sindicato sobre a intenção de alienação ou transferência dos valores mobiliários emitidos pelo sindicato ou daqueles resultantes da conversão em participação no empreendedor de pequeno porte por ele detidos; e

V – mecanismos para garantir que o investidor líder exerça suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação ao sindicato de investimento participativo e aos seus investidores, atuando, em qualquer circunstância, em defesa dos interesses do sindicato; e

VI – dever do líder de transferir ao sindicato de investimento participativo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição e atuação, exceto pela taxa variável de desempenho em função do retorno dos valores mobiliários adquiridos pelo sindicato.”



Por fim, acreditamos que o Investidor Líder, se será remunerado, ainda que no êxito, alcança a condição de consultor de valores mobiliários, atividade que, por Lei, está submetida à fiscalização da CVM. Neste contexto, sugerimos que seja exigido o registro destes profissionais, ainda que em uma categoria específica: “Consultor de Valores Mobiliários de Emissão de Empreendedor de Pequeno Porte”.

PONTO 6

Prazo para obtenção de registro como plataforma eletrônica de investimento participativo na CVM (art. 49):

Em atenção ao rol de documentos requeridos para instrução dos pedidos de registro das plataformas eletrônicas de investimento coletivo, consideramos relevante a dilação do prazo máximo para obtenção do registro na CVM para, ao menos, 300 (trezentos) dias, a contar da vigência da Instrução, a fim de permitir tempo hábil as plataformas a consolidarem todas as informações necessários ao cumprimento dos requisitos de credenciamento elencados no art. 13 da Minuta.

Ademais, entendemos que o prazo de carência deverá guardar sintonia com o prazo previsto no art. 15 da Minuta para concessão pela SRE da autorização para prestação de serviços de plataforma eletrônica de investimento participativo, contemplando a possibilidade de rodada de exigências adicionais ao pedido de autorização e o prazo para atendimento, pela plataforma, das referidas exigências.

Assim, sugerimos a seguinte redação para o art. 49 da Minuta:

“Art. 49. As plataformas mencionadas nesta Instrução devem obter o registro como plataforma eletrônica de investimento participativo na CVM no prazo máximo de ~~180~~ 300 (~~cento e oitenta e sessenta~~trezentos) dias, a contar da sua vigência.”

PONTO 7

Revogação de dispensas do art. 5º da Instrução CVM nº 400, de 2003 e do art. 7º da Instrução CVM nº 480, de 2009 (arts. 41 a 43):

As dispensas de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei, nos termos do inciso III, art. 5º, da Instrução CVM 400/2003 e de registro destes emissores, foram introduzidas na regulação com o objetivo de oferecer um tratamento jurídico diferenciado a estas sociedades, buscando incentivar o seu desenvolvimento e crescimento, de forma simples e direta.



Isto posto, entendemos como adequada a manutenção destas dispensas, visando permitir o acesso ao financiamento das atividades das microempresas e empresas de pequeno porte e formação de capital por meio da oferta pública de valores mobiliários, cabendo ao emissor a opção de usar ou não uma plataforma eletrônica de investimento participativo.

Esta é a essência do mercado de capitais, permitir ligações diretas entre emissores (que necessitam de recursos) e poupadores (que visam ganhos diferenciados). Ao exigir a presença do intermediário, certamente o custo destes e de estruturação das operações se elevará, na medida em que o emissor deixa de ter a opção de pleitear as dispensas na CVM por conta própria.

O incremento do custo às micro e pequenas empresas foi, inclusive, um dos pontos de preocupação desta D. CVM no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 01/2009, que aprovou a proposta definitiva da Instrução CVM nº 482/2010.

COMENTÁRIOS FINAIS:

Por fim, visando a uniformização dos termos utilizados ao longo da Minuta, sugerimos os seguintes ajustes meramente formais na sua redação, sem prejuízo das sugestões realizadas ao longo da manifestação:

Art. 3º - “§ 4º Para os efeitos do inciso I do caput, na hipótese em que já tenha sido previamente utilizada no ano-calendário a dispensa de registro de oferta pública nos termos desta Instrução, por meio da mesma ou de outra plataforma eletrônica de investimento ~~eletrônico~~ participativo registrada, o somatório do valor total de captação da oferta atual com os montantes captados anteriormente pelo empreendedor de pequeno porte não pode exceder o valor de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais).”

“Art. 12. A intermediação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários dispensadas de registro nos termos desta Instrução é atividade privativa de plataforma eletrônica de ~~financiamento~~ investimento participativo registrada na CVM.”

Art. 19 - “VII – verificar as exigências relativas:

a) à qualificação do investidor líder do sindicato de investimento participativo, nos termos do art. 36~~7~~; e

b) aos contratos celebrados pelo investidor líder, nos termos do art. 37;”



[Observação: acreditamos que a alínea “a”, do inciso VII, art. 19 da Minuta faça referência aos requisitos que o investidor líder deverá atender para assumir esta posição, que encontram-se dispostos no art. 36 da Minuta, enquanto o art. 37 da Minuta dispõe sobre o contrato a ser celebrado entre o investidor líder e o sindicato de investimento participativo e entre ele e a plataforma.]

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

“Art. 38. As plataformas eletrônicas de investimento coletivo devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, contados a partir da data de encerramento da oferta, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução.”

“Art. 45. O Anexo 2 da Instrução CVM nº 510, de 2011, passa a vigorar acrescido item XXXV contendo informações cadastrais relativas à plataforma eletrônica de investimento participativo conforme o Anexo 45 desta Instrução.”

Esperamos ter contribuído no processo de aperfeiçoamento do texto final, desenvolvimento do mercado e busca por um tratamento isonômico entre as diferentes modalidades existentes para captação e investimento reguladas pela CVM, pelo que agradecemos a oportunidade dada por esta Douta Autarquia.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

BENZECRY E PITTA ADVOCACIA ESPECIALIZADA

Leandro Salztrager Benzecry

Caryne Abbade Capitanio