

São Paulo, 6 de dezembro de
2016.

À Comissão de Valores Mobiliários

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
Rua Sete de Setembro, nº 111 - 23º andar
CEP 20050-901 – Rio de Janeiro/RJ

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

Ref.: **Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016 – 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,

Broota Brasil Serviços de Investimento Coletivo Ltda. – ME (“Broota”), em parceria com Pinheiro Neto Advogados (“Pinheiro Neto”), vem pela presente, apresentar a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) sugestões e comentários a respeito de itens específicos da minuta de instrução em referência (“Minuta”), constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016 (“Edital”) que dispõe acerca regulamentação das ofertas de *investment-based crowdfunding* no Brasil.

1. Inicialmente, gostaríamos de destacar que a iniciativa desta D. CVM em fomentar a discussão acerca da edição de uma regulamentação específica para as operações de *investment-based crowdfunding* tanto em fóruns organizados pelo mercado quanto por esta própria D. CVM vem sendo recebida pelo mercado como uma medida muito apropriada tendo em vista a evolução de discussões similares em outras jurisdições, bem como o avanço do movimento de *fintechs* que se intensificou no Brasil no último ano.
2. A Minuta trazida a público por esta D. CVM apresenta uma proposta de regulação bastante completa.

3. Neste contexto, desejamos contribuir para a reflexão sobre determinados aspectos contidos na Minuta proposta por esta D. CVM por meio do Edital.

I. SINDICATO DE INVESTIMENTO PARTICIPATIVO

4. Como referido no Edital, a cooferta por sindicatos de investimento participativo (“Sindicato”) traz diversos benefícios para as operações de *investment-based crowdfunding*. Com o Sindicato, os recursos vêm de um único veículo, o que evita que o empreendedor de pequeno porte tenha relacionamento com diversas contrapartes. O investidor líder centralizará, no âmbito do Sindicato, o relacionamento com o empreendedor de pequeno porte. Além disso, esse investidor líder realizará *due diligence* e monitorará o progresso da *startup* em benefício dos demais investidores do Sindicato.

5. A Minuta já indica que o Sindicato deve ser constituído como “Sociedade de Propósito Específico – SPE” (art. 32, §1º), sem especificar a natureza jurídica da SPE.

6. Em linha com estruturas já utilizadas no setor imobiliário, defendemos que a SPE possa ter a natureza jurídica de uma sociedade por conta de participação (“SCP”), nos termos dos artigos 991 a 996 do Código Civil.

7. A sociedade empresária limitada, constituída pelo investidor líder, seria o sócio ostensivo, responsável pela realização do investimento e das obrigações e direitos daí decorrentes (“Veículo”). Os investidores seriam os sócios ocultos, que estabeleceriam seu relacionamento com o sócio ostensivo através do contrato social de cada SCP. Cada SCP teria o seu patrimônio especial, segregado das demais atividades da sociedade limitada. Para fins fiscais, a SCP tem natureza segregada e portanto todas as obrigações seriam escrituradas de forma segregada.

8. Antevemos os seguintes benefícios com a utilização desta estrutura:

(a) evitar a constituição de várias sociedades empresárias limitadas distintas como veículos de investimento para os Sindicatos, o que seria por demais oneroso na estrutura de *investment-based crowdfunding*; além dos custos da constituição em si, há necessidade de estabelecer a governança de cada sociedade;

(b) reduzir a responsabilidade dos investidores, que se limitariam a ser

sócios ocultos de uma SCP;

(c) manter a segregação dos patrimônios do ponto de vista contábil, escritural e tributário; e

(d) diminuir o custo operacional suportado pelos investidores que adotam a modalidade de investimento participativo.

9. Em relação a uma possível crítica de que essa estrutura não garante a segregação legal perante terceiros dos patrimônios de cada SPE para cada empreendedor de pequeno porte, cabem os seguintes comentários:

(a) a SPE não deveria ter obrigações além dos investimentos recebidos e repassados aos empreendedores de pequeno porte, e de seu relacionamento contratual com a plataforma; não há necessidade de endividamento ou da assunção de outras obrigações no âmbito da SPE. Neste sentido, a SPE não deve ter empregados ou contrair dívidas, prestar garantias ou praticar outras atividades que não relacionadas ao próprio sindicato de investimento participativo. Para tanto, sugerimos que exista uma vedação expressa na Instrução neste sentido, de forma similar ao disposto na regulamentação que trata de fundos de investimento (Instrução CVM 555/14);

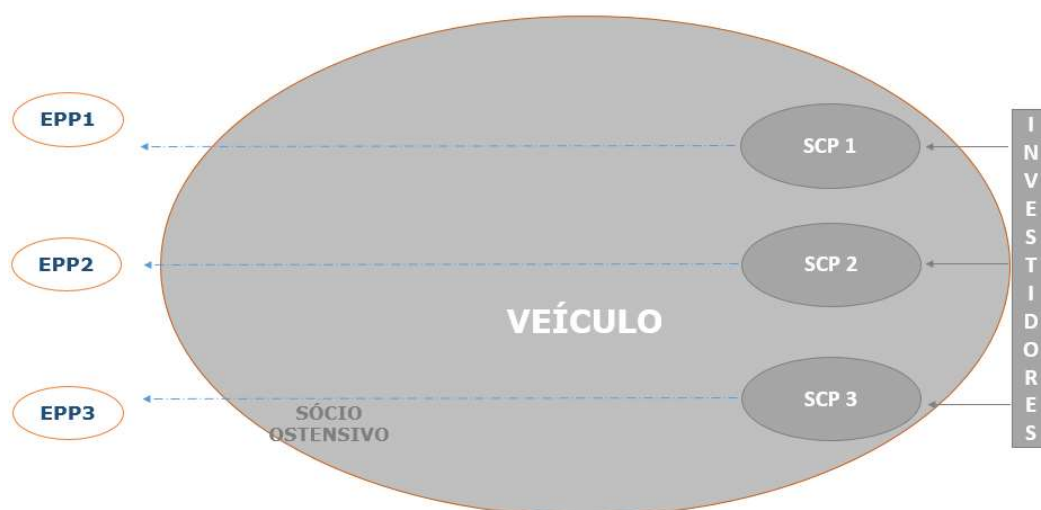
(b) se o investimento for bem sucedido, os investidores podem utilizar seus respectivos créditos para realizar o aumento de capital do empreendedor de pequeno porte ou manter o investimento indiretamente por meio da SPE; e

(c) portanto, o investimento na SPE é, por natureza, um investimento transitório. Se o investimento for bem sucedido, a SPE poderá entregar os direitos perante o empreendedor de forma pró-rata aos investidores, que poderão utilizar seus créditos para se tornarem acionistas do empreendedor. Se o investimento for mal sucedido, haverá a perda dos recursos investidos.

10. Não obstante o acima exposto, as SPEs podem adotar estrutura pela qual a segregação dos recursos de cada investimento pode se dar contratualmente mediante a constituição de uma garantia real (alienação fiduciária ou cessão fiduciária) dos recebíveis decorrentes dos investimentos ou das ações detidas após a conversão do investimento sejam gravados em favor das obrigações do sócio ostensivo perante os

sócios ocultos da respectiva SPE. Esta garantia tem o condão de garantir que os fluxos de pagamento recebidos pela SPE serão utilizados para o efetivo pagamento aos investidores da respectiva SPE caso esta não o faça. Neste sentido, mediante a constituição da garantia, a propriedade dos recebíveis e/ou das ações (com os rendimentos delas decorrentes) serão fiduciariamente transferidas para um agente que represente os investidores do sindicato de investimento participativo, de forma que tais ativos deixam de ser propriedade da SPE e, portanto, não poderiam ser abarcados por eventuais outras dívidas da entidade (inclusive decorrentes de um outro sindicato de investimento participativo).

11. Abaixo fluxo com exemplo da estrutura:



- (a) cada investimento em um empreendedor de pequeno porte será objeto de uma SPE específica na qual o veículo atuará como sócio ostensivo e os investidores como sócios ocultos, nos termos da legislação aplicável (vide item (C) abaixo);
- (b) os administradores do veículo e responsáveis pelas SPEs serão indicados com base em critérios de mercado de forma independente às SPEs;
- (c) como característica das SPEs, cada SPE será objeto de contabilização de ativos e passivos apartados das demais, cabendo ao veículo realizar o reporte periódico do status de suas contas aos investidores e coordenação e repasse de valores dos investimentos;
- (d) os contratos sociais das SPEs conterão, dentre outros, condições

gerais de (d.1) proteção dos investidores contra diluição de seu investimento; (d.2) termos e condições para permitir que um investidor possa se tornar um investidor direto do empreendedor de pequeno porte caso decida por esta forma de investimento; e (d.3) termos e condições para mudanças significativas no controle, administração, capital e outros elementos do veículo relevantes para as SPEs;

(e) os direitos das SPEs contra o empreendedor de pequeno porte (dívida ou participação societária) podem ser dados em garantia (alienação ou cessão fiduciária) aos respectivos investidores (representados por um agente de garantia) em garantia do cumprimento das obrigações da SPE junto aos seus investidores (sócios ocultos);

(f) ao término do prazo do investimento, os acordos de investimento conterão ainda os termos e condições para permuta do investimento na SCP em investimento direto no empreendedor de pequeno porte; e

(g) em caso de descontinuidade dos negócios pelo Veículo, os contratos sociais das SPEs conterão cláusulas onde é acordado os termos pelos quais os investimentos e demais direitos e obrigações são transferidos ao próprio empreendedor de pequeno porte que passará a gerir seus investidores de forma direta.

12. Para permitir essa estrutura, entendemos que somente seriam necessárias algumas alterações da Minuta prevista no Edital, conforme segue:

“CAPÍTULO VI – SINDICATO DE INVESTIMENTO PARTICIPATIVO

Seção I – Constituição

Art. 32. É admitida a cooferta de sindicato de investimento participativo nas ofertas públicas de distribuição de empreendedor de pequeno porte, realizadas nos termos desta Instrução.

§ 1º O sindicato de investimento participativo deve ser constituído como Sociedade de Propósito Específico – SPE, observados os requisitos legais aplicáveis e o disposto nesta Instrução.

§ 2º Cada sindicato de investimento participativo fica restrito à participação

em ofertas de valores mobiliários de emissão de um único empreendedor de pequeno porte.

§ 3º A SPE deve estar regularmente constituída, com seus atos constitutivos registrados no registro público competente *ou mediante celebração do contrato social respectivo, dependendo da sua natureza jurídica, no momento de início da oferta pública pelo emissor de pequeno porte.*

§ 4º Os valores mobiliários da SPE devem ser de uma única classe e espécie, conferindo iguais direitos e deveres a todos os investidores que optaram por aderir ao sindicato de investimento participativo.

§ 5º Todas as deliberações do sindicato de investimento participativo referentes ao empreendedor de pequeno porte e aos valores mobiliários por este emitidos devem ser tomadas pelos investidores que aderiram à oferta.

Art. 33. A cooferta pública de sindicato de investimento participativo para investimento indireto no empreendedor de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro nesta D. CVM.

Parágrafo ~~único-primeiro~~. É vedada a cooferta de quotas, ações ou de qualquer outra forma de participação na SPE que constitui o sindicato de investimento participativo *para outros fins que não a própria constituição do sindicato de investimento participativo*, nos termos do art. 32, § 1º.

Parágrafo segundo. É vedado ainda à SPE:

I – contrair ou efetuar empréstimos, salvo em modalidade autorizada pela CVM;

II – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto em favor de seus investidores no âmbito do respectivo sindicato de investimento participativo;

III – prometer rendimento predeterminado aos investidores;

IV – utilizar recursos dos sindicatos de investimentos participativos para pagamento de seguro contra perdas financeiras de investidores; e

V – praticar qualquer ato de liberalidade.

Art. 34. A plataforma e a SPE que constitui o sindicato de investimento participativo devem estabelecer relação contratual *previamente à até o final da* realização da oferta, para assegurar o *[custeio das atividades relacionadas ao funcionamento do sindicato]*.

Parágrafo único. O contrato mencionado no **caput** deve estipular a parcela do montante captado a ser paga no encerramento da oferta, expressa em valor fixo e moeda corrente nacional, destinada exclusivamente ao pagamento das seguintes despesas até o encerramento das atividades do sindicato:

I – a elaboração e manutenção de documentos administrativos e registros contábeis referentes ao cadastro e à identificação dos investidores, às assembleias gerais, às operações e aos contratos celebrados; e

II – a elaboração e disponibilização da documentação necessária à comprovação do cumprimento das obrigações legais e regulamentares do sindicato.”

II. APORTE DE RECURSOS DOS INVESTIDORES EM CONTAS DE PAGAMENTO

13. A Minuta da instrução prevê que, uma vez atingido o montante total das intenções de investimento de uma determinada oferta, os investidores deverão realizar o depósito dos valores correspondentes de suas respectivas intenções de investimento em “*conta corrente bloqueada mantida em instituição financeira e segregada das contas do empreendedor de pequeno porte e da plataforma*” (art. 4º, IV e §1º).

14. Assumimos que o objetivo de tal dispositivo seja proporcionar a devida proteção aos recursos dos investidores, impedindo que sejam utilizados para outras finalidades. Ocorre que a limitação da conta para transferência dos fundos a uma conta corrente bloqueada em instituição financeira pressupõe a contratação de tais serviços junto a um instituição financeira e que sejam arcados os custos relacionados.

15. Tendo em vista a edição do marco legal e regulatório de meios de pagamento em 2013 e a introdução no ordenamento jurídico brasileiro do conceito de “conta de pagamento” e suas modalidades, bem como o tratamento dos recursos mantidos em tais contas, defendemos a inclusão de tais contas como uma opção para depósito dos recursos correspondentes às intenções de investimento dos investidores no âmbito

das operações de *investment-based crowdfunding*.

16. Nos termos do disposto na Lei 12.865/13, conta de pagamento é a conta de registro de titularidade do usuário final, utilizada exclusivamente para registros de débitos e créditos relativos a transações de pagamento, podendo ser da modalidade pré-paga ou pós-paga. As contas de pagamento da modalidade pré-paga são aquelas destinadas à execução de transações de pagamento em moeda eletrônica realizadas com base em fundos denominados em reais previamente aportados de tempos em tempos. Assim, em tais contas ficam registrados o saldo dos valores nelas depositadas. Estas modalidades de contas seriam as mais adequadas para receber os aportes de recursos pelos investidores nas captações sujeitas à nova regulação.

17. As contas de pagamento pré-pagas são mantidas junto a instituições de pagamento emissoras de moedas eletrônicas, entidades criadas pela Lei 12.865/13 e sujeitas a regulação emitida pelo Conselho Monetário Nacional e Banco Central relacionadas aos meios de pagamento.

18. No que tange ao tratamento dos recursos das contas de pagamento, o artigo 12 da Lei nº 12.865/13, de forma a proteger tais recursos, prevê a segregação destes recursos do patrimônio das instituições de pagamento:

Art. 12. Os recursos mantidos em contas de pagamento:

I - constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da instituição de pagamento;

II - não respondem direta ou indiretamente por nenhuma obrigação da instituição de pagamento nem podem ser objeto de arresto, sequestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial em função de débitos de responsabilidade da instituição de pagamento;

III - não compõem o ativo da instituição de pagamento, para efeito de falência ou liquidação judicial ou extrajudicial; e

IV - não podem ser dados em garantia de débitos assumidos pela instituição de pagamento.

19. Em vista do disposto no artigo 12 da Lei nº 12.865/13, em caso de falência ou liquidação judicial ou extrajudicial, todos os recursos entregues à instituição de pagamento para fins de execução de transações de pagamento, seja de forma prévia ou posterior, não podem compor o ativo da massa falida ou massa liquidanda, respectivamente.

20. Para possibilitar o funcionamento desta estrutura, entendemos necessárias apenas pequenas alterações apontadas abaixo na Minuta prevista no Edital:

“CAPÍTULO II – OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO POR MEIO DE PLATAFORMA ELETRÔNICA DE INVESTIMENTO PARTICIPATIVO

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:

I – todos os investidores devem firmar termo de adesão e ciência de risco, nos termos do art. 19, IV;

II – a plataforma deve manter uma página na rede mundial de computadores, nos programas, aplicativos ou outros meios eletrônicos disponibilizados, nos termos do art. 18, informando o montante total correspondente às intenções de investimento coletadas em cada oferta em andamento, de modo que seja possível comparar diariamente este valor com o valor alvo da captação;

III – na hipótese do montante total das intenções de investimento atingir o valor alvo da oferta, a plataforma deve divulgar pelos mesmos meios utilizados na divulgação da oferta a eventual abertura do lote adicional, quando este estiver nas informações essenciais sobre a oferta, conforme o art. 8º;

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 *ou aporte, conforme o caso*, das quantias correspondentes; e

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:

a) o empreendedor de pequeno porte, na hipótese de o valor total depositado ser igual ou superior ao alvo de captação; ou

b) os investidores, na hipótese de o valor total depositado ser inferior ao valor alvo de captação.

§ 1º Os depósitos **ou aportes** mencionados no inciso IV devem ser realizados em conta corrente bloqueada mantida em instituição financeira **ou conta de pagamento mantida em instituição de pagamento, em ambos os casos** segregada das contas do empreendedor de pequeno porte e da plataforma.

§ 2º A comunicação mencionada no inciso IV deve dar ciência, com o devido destaque, de que a não realização do depósito implica na desistência do investimento e não está sujeita a qualquer multa ou penalidade.”

III. COMPROMISSO PRELIMINAR

21. A Minuta dispõe no caput de seu artigo 8º: “*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 e uma seção (...)*”.

22. Dessa forma, entendemos que foi o desejo desta D. CVM garantir acesso ao público em geral de forma equânime e geral, conforme apresentado no próprio Edital. Além disso, tendo conhecimento da forma de divulgação das ofertas por diversas plataformas atualmente em funcionamento, o próprio regulador já menciona que “*as plataformas deverão adaptar seu modo de atual funcionamento, em que as informações sobre as ofertas somente são acessadas por pessoas previamente cadastradas no portal*”.

23. No entanto, deve-se notar que a própria Instrução CVM 400/03 em seu artigo 43 permite a realização de consulta sobre a viabilidade da oferta, sendo permitida a consulta a potenciais investidores pelo ofertante (ou pela instituição líder) para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição. Tal consulta deve respeitar determinados requisitos trazidos pela própria instrução, tais como a quantidade máxima de 50 investidores, apresentação de critérios para o controle da confidencialidade, não vinculação das partes por meio da simples consulta (sob pena de caracterizar distribuição irregular de valores mobiliários).

24. Dessa forma, tendo em vista que a própria Instrução CVM 400/03 já apresenta o conceito da consulta sobre a simples viabilidade da oferta,

entendemos que nova regulação acerca de *investment-based crowdfunding* também deveria permitir e prever de forma expressa em sua instrução a possibilidade de realização de consultas. Assim, antes do emissor efetivamente iniciar uma oferta por meio da utilização de uma plataforma eletrônica de investimento participativo, o emissor poderia realizar uma consulta com determinados investidores para analisar sua real viabilidade. A regulação de *investment-based crowdfunding*, mais flexível por sua própria natureza, comporta previsão ainda mais ampla que aquela na Instrução CVM 400/03, de forma que seria razoável a regulação permitir não apenas a consulta sobre a viabilidade da oferta como mesmo o aceite ou celebração de um tipo de compromisso preliminar por estes potenciais investidores.

Sendo o que cumpria para o momento, renovamos nossos protestos da mais elevada estima e consideração, nos colocando à disposição desta D. CVM para discutir as sugestões ora encaminhadas.

Atenciosamente,

Frederico Plass Rizzo

José Luiz Homem de Mello

Alessandra Carolina Rossi Martins