

São Paulo, 06 de dezembro de 2016.

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23º Andar

Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil

Enviado via e-mail ao endereço: audpublicaSDM0616@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Publica SDM N° 06/16 (“EAP 06/16”)

Prezados Senhores,

O Fialho, Canabrava, Andrade, Salles Advogados – Fialho Salles Advogados, em atenção ao disposto no EAP 06/16 vem, por meio da presente, apresentar sugestões e comentários à 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 CVM e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores (“investment-based crowdfunding”).

Certos da importância da contribuição do mercado para a regulação proposta, a qual trará profundos impactos na organização dos investimentos anjo no País, os comentários e sugestões apresentados possuem o objetivo de agregar os conhecimentos e visão de mercado do Fialho Salles Advogados, adquiridos ao longo de vários anos de atuação no mercado de *venture capital* no Brasil.

Para melhor organização, o conteúdo será apresentado conforme ordem sequencial dos artigos da minuta de instrução. Em primeiro plano será apresentada a redação original do artigo e, em segundo, breve resumo dos comentários e sugestões seguido dos fundamentos, motivadores e razões que os embasaram, em atendimento ao disposto na EAP 06/16.

Era o que tínhamos para o momento.

Atenciosamente,

Fialho Salles Advogados

Alice Cotta Dourado

MANIFESTAÇÕES À EAP 06/16

Sugestões e Comentários à Minuta de Instrução

.*.*.*

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:

[...]

III – a manifestação da intenção de investimento não deve ser vinculante, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades;

[...]

§ 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.

[...]

Sugestões

Sugerimos a alteração da redação do artigo da Minuta da Instrução, com o intuito de ampliar a probabilidade de consecução da oferta sem, contudo, descuidar da segurança dos investidores. Nesse sentido, acreditamos que a atual redação apresenta duas características que, quando colocadas em conjunto, diminuem substancialmente a probabilidade de sucesso da oferta e a consequente captação de recursos, quais sejam: (i) o caráter não vinculante das ofertas realizadas pelos investidores; e (ii) a impossibilidade da distribuição parcial caso o montante final subscrito pelos investidores seja inferior ao valor alvo de captação anunciado.

Uma solução genérica seria a modificação do inciso III do artigo 3º para a previsão de que a manifestação de vontade do investidor seja vinculante, como forma de aumentar a segurança jurídica e a proteção da boa fé tanto dos emissores quanto dos investidores. Caso a preocupação seja com a segurança do investidor que, agindo de forma impensada, tenha aderido a uma oferta na plataforma, sugerimos, então, que a oferta continue vinculante, mas que seja concedido um direito de arrependimento ao investidor a ser exercido em até 7 (sete) dias da adesão à oferta. Este instituto é extremamente conhecido nas compras utilizando-se o meio eletrônico e pode ser adotado na instrução como forma de proteção adicional ao investidor.

Além da vinculação da adesão à oferta, sugerimos, ainda, os seguintes mecanismos alternativos para este artigo:

1ª Sugestão – Oferta com valores máximos e mínimos: Nessa modalidade, o sucesso da oferta (com manifestação de vontade vinculante e com direito de arrependimento com base temporal) não ficaria adstrito ao atingimento do valor alvo exato definido pelo emissor, mas poderia se dar pelo atingimento de valor entre limites máximos e mínimos definidos quando da elaboração da oferta. Aqui, vale destacar que este mecanismo já é previsto no art. 171, § 7º, da Lei 6.404/76 e é amplamente utilizado no mercado de capitais brasileiro. Além disso, considerando-se o direito de retirada concedido aos investidores que não concordarem em aderir à oferta por valor inferior ao limite máximo, entendemos que o investidor continuará protegido com relação à eventual alteração do risco envolvido na oferta.

2ª Sugestão – Oferta “Keep-it-all”: Nessa modalidade, caso a oferta tenha atingido um valor diferente do valor máximo, o emissor terá a possibilidade de questionar os investidores que aderiram à oferta se eles concordam com a diminuição do valor da oferta e a decisão pela manutenção da oferta em valor diferente do inicial deve ser unânime. A partir de então seria aberto novo prazo para que os investidores se manifestem sobre o interesse de realizar aporte nessas condições e para que realizem o pagamento. Esta modalidade protege o emissor, já que ele poderá aproveitar os custos com a oferta que não teve o sucesso esperado, e também protege o investidor, já que ele pode decidir se retirar da oferta caso entenda que o risco envolvido foi alterado com a diminuição do valor da oferta.

Fundamentos/Razões da Sugestões

O estabelecimento de medidas protetivas ao investidor é bastante relevante e deve guiar a CVM na elaboração desta instrução, especialmente se considerado o grande potencial que o *investment-based crowdfunding* tem de atingir novos públicos de investidores, que ainda não têm uma cultura de investimento consolidada. Contudo, deve-se atentar à importância da criação de um conjunto normativo que, ao mesmo tempo em que proporcione um ambiente de segurança aos investidores, seja capaz de criar uma estrutura de financiamento atraente aos potenciais emissores. Acreditamos que os termos propostos, com a exigência do atingimento de um valor alvo predeterminado somado ao caráter não vinculante das ofertas, geram grande instabilidade para os emissores, em virtude da grande probabilidade de não consecução da oferta.

Nesse sentido, é importante destacar que as ofertas elaboradas – ainda quando não são bem sucedidas – implicam em uma série de custos incorridos pelos emissores. Tal fato sem dúvidas será considerado pelos emissores no momento de opção pela alternativa de financiamento coletivo, e será cotejada com a probabilidade de retorno apto a cobrir tais

custos.

É importante frisar que o insucesso da oferta não causará impactos negativos apenas em relação ao emissor, como também em relação ao investidor e, por conseguinte, a todo o ecossistema de *equity crowdfunding*. A título de exemplo, na situação limite em que o valor alvo da oferta seja de R\$ 5.000.000,00, basta que um único investidor – aproveitando-se do caráter não vinculante da oferta – não confirme a intenção de realizar o depósito nos termos do artigo 5º, inciso IV, para que toda a emissão seja cancelada, o que geraria frustração não apenas para o emissor, mas como para todos os demais investidores. Dessa forma, verifica-se a insegurança ao mercado que tal estrutura tem o potencial de criar.

Ademais, atrelando-se a manifestação de vontade do investidor a um direito de arrependimento com base temporal e, ainda, possibilitando um direito de retirada do investidor após o fechamento da oferta caso o valor máximo não seja atingido, acreditamos que a preocupação da CVM com relação à proteção dos investidores estará endereçada.

Acreditamos que é essencial equilibrar a estrutura de incentivos das ofertas, de forma a criar maior segurança aos emissores, sem, contudo, descuidar da proteção dos investidores.

.*.*.*

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:

[...]

V – os recursos captados pelo empreendedor de pequeno porte não podem ser utilizados para:

a) fusão, incorporação, incorporação de ações e aquisição de participação em outras sociedades;

[...]

Sugestões

Sugerimos que a redação do artigo 3º, V, ‘a’, da Minuta de Instrução seja alterada, de modo a substituir a vedação ao uso de recursos na realização das operações de reorganização societária pela limitação temporal para a realização de tais operações. Assumindo que a finalidade da vedação proposta seja de evitar que, por meio de

operação societária, seja alterado o cenário e o risco operacional/financeiro avaliado pelo investidor no momento da oferta, acreditamos que a limitação temporal atende melhor ao objetivo da norma.

Além disso, considerando-se que a cisão também pode implicar em uma alteração do risco operacional/financeiro descrito na oferta ao qual o investidor aderiu, especialmente se não houver sucessão de responsabilidade entre as empresas cindidas (parágrafo único do art. 233 da Lei nº. 6.404/76), sugerimos que também a cisão seja incluída entre as operações societárias vedadas por este artigo.

Fundamentos/Razões da Sugestões

Entendemos que, ao aderir a uma oferta veiculada na plataforma, o investidor está ciente dos riscos operacionais e financeiros do emissor e fez a sua análise de investimento baseado nas informações disponibilizadas na plataforma. Qualquer operação societária que venha a ser realizada em um curto período de tempo (nossa sugestão é de 06 meses) e que venha alterar os riscos com os quais o investidor concordou na adesão da oferta, pode significar uma alteração substancial da oferta e prejudicar o investidor.

Considerando que as operações societárias listadas no artigo podem ser realizadas independentemente da utilização ou dispêndio de recursos financeiros, apenas mediante a troca de ações das sociedades fundidas ou com o aumento do valor patrimonial da sociedade incorporadora, entendemos que, para que a CVM atinja o seu objetivo de proteção dos investidores, a vedação destas operações societárias por um período temporal daria à norma um viés mais eficiente e cumprimento mais simples da norma.

.***.

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.

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

I – ser residentes no Brasil.

[...]

Sugestões

Sugerimos que a exigência dos administradores e sócios da plataforma serem residentes no Brasil seja direcionada apenas aos administradores, como é feito no artigo 146 da Lei

das Sociedades Anônimas.

Fundamentos/Razões da Sugestões

A vedação de sócios estrangeiros das plataformas fecha as portas para a captação de investidores estrangeiros, que, além de trazerem aportes de capitais significativos para os emissores, também já estão amplamente inseridos na cultura do *equity crowdfunding*, fatores de enorme valia para a gestão das plataformas, uma vez que proporciona um *know-how* na condução das plataformas, que o Brasil ainda não possui.

Ademais, não há necessidade de tal proibição para as plataformas *de crowdfunding*, considerando que as demais sociedades que desempenham atividades correlatas no mercado tratam a matéria de forma diferente do que foi contemplado na Instrução.

A Introdução do edital, ao apresentar a Instrução à audiência pública, equipara as plataformas às DTVMs, ao preceituar que:

Um importante ponto de convergência das abordagens adotadas no exterior foi o entendimento de que as plataformas ou portais eletrônicos dedicados a esta atividade deveriam ser reconhecidos como distribuidores desse tipo de oferta de valores mobiliários, tendo que se submeter a um registro nos respectivos reguladores e ficando, conseqüentemente, sujeitos a um conjunto de regras de conduta e à supervisão de suas atividades.

Dessa forma, a melhor maneira de se analisar a questão seria através de uma comparação com a resolução do BACEN nº 1.120/86, que dispõe sobre as DTVMS. Nesse sentido, observa-se que a única restrição imposta pela resolução encontra-se no art. 9º, que impõe que os administradores sejam residentes no Brasil, não fixando tal reserva para os sócios:

Art. 9º Somente podem ser administradores de sociedade distribuidora pessoas naturais, residentes no Brasil, que atendam às condições previstas na legislação e regulamentação vigentes.

Destaca-se que a Lei das S.A corrobora com este entendimento, como se lê dos arts. 146 e 162, segundo os quais a condição de “residente no Brasil” é aplicável apenas para diretores.

Nesse mesmo sentido, não se verifica vedação semelhante para as corretoras de valores mobiliários (resolução do BACEN nº 1.655/89), nem mesmo aos administradores de carteiras, cuja atividade é regulada pela instrução CVM nº 558/2015.

Por fim, até mesmo no caso das instituições financeiras *stricto sensu*, tal vedação não se repete, uma vez que se permite inclusive a atuação direta de sociedades estrangeiras no

Brasil mediante a autorização do Bacen. Ou seja, não se está precisamente diante de uma vedação, mas sim, da imposição de condição que deve ser cumprida previamente ao início das atividades (art. 10º da Lei nº 4595/64).

Assim, conclui-se que, para as plataformas de *crowdfunding*, não há necessidade de manutenção da vedação, tendo em vista que outros agentes de mercado, que exercem muitas vezes atividades ainda mais sensíveis, não sofrem restrição semelhante.

.*.*.*

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

[...]

VI – fazer gestão discricionária dos recursos de investidores;

VII – fazer recomendações personalizadas aos investidores sobre as ofertas públicas realizadas com dispensa de registro;

VIII – receber depósitos dos montantes disponibilizados pelos investidores em conta corrente ou realizar qualquer atividade privativa de instituição financeira;

IX – realizar atividades privativas de entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários;

X – realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários;

XI – realizar a guarda dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores;

XII – conceder crédito a investidores ou empreendedores de pequeno porte.

[...]

Sugestões

Tendo em vista que não existe vedação para que uma mesma sociedade, ou sociedades de um mesmo grupo econômico, desempenhem atividades de distribuidor e administrador de carteiras de valores mobiliários, desde que sejam obedecidas as normas de segregação de atividades, sugerimos que essa possibilidade também seja mantida para as plataformas de *crowdfunding*.

Fundamentos/Razões da Sugestões

Conforme reconhecido pela exposição de motivos da Instrução, as plataformas de *crowdfunding* exercem atividades correlatas às de distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Por essa razão, entendemos que não poderiam ser impostas às referidas plataformas condições de funcionamento mais gravosas do que aquelas já existentes para os demais agentes de mercado que exercem atividades correlatas.

Considera-se que a forma mais adequada de se mitigar o conflito de interesses entre sociedades de um mesmo grupo econômico seja a imposição de normas de segregação de atividades, já conhecidas pela CVM e aplicadas às administradoras de carteiras, nos termos da Instrução CVM nº 558.

Ademais, caberá à CVM autorizar e fiscalizar o funcionamento das plataformas de *crowdfunding*, ocasião em que poderá verificar o cumprimento das normas de segregação de atividades. Ao assim proceder, a CVM não precisará impor vedações que poderão, em último caso, desestimular a criação de *plataformas* por grupos econômicos já consolidados no mercado, o que seria a consequência mais danosa da vedação.

.*.*.*

Art. 33. (...)

Parágrafo único. *É vedada a cooferta de quotas, ações ou de qualquer outra forma de participação na SPE que constitui o sindicato de investimento participativo, nos termos do art. 32, § 1º.*

Sugestões

Sugerimos que seja reavaliada a vedação prevista no Parágrafo Único do artigo 33 da Minuta da Instrução, de maneira a permitir que o próprio mercado busque estruturas jurídicas capazes de endereçar o binômio risco/retorno no contexto dos sindicatos de investimento, inclusive por meio da cooferta de *equity* da SPE ou de outro valor mobiliário.

Fundamentos/Razões da Sugestões

O parágrafo único do Art. 33 veda que a cooferta realizada pelo sindicato seja promovida mediante a emissão de títulos de participação – *equity* – da SPE. A motivação de tal vedação, segundo a exposição de motivos da norma, seria “mitigar os riscos comumente relacionadas às sociedades limitadas com baixos custos”.

Não obstante, permitiu-se a participação do investidor diretamente na sociedade captadora do investimento, tendo em vista que é permitida a oferta de ações ou títulos conversíveis em participações societárias da emissora.

A seguir, buscar-se-á expor considerações que permitam demonstrar que tal vedação gera diversos riscos e inseguranças que podem acabar por inviabilizar (ou reduzir consideravelmente) o uso da estrutura de sindicatos de investimento.

1. Alinhamento de interesses entre sócios da SPE e titulares dos títulos coofertados.

A identidade entre os titulares do capital social da SPE e os titulares dos títulos coofertados pela SPE faz com que todos os *players* que participam do sindicato tenham o mesmo tipo e nível de risco decorrente do seu investimento/atuação. Isso, especialmente, se a proporção entre a titularidade de *equity* e títulos coofertados seja idêntica.

A forma mais simples de viabilizar essa identidade seria realizar uma cooferta de participação societária da SPE. Com isso os *players* envolvidos no sindicato não só teriam “*skin in the game*” mas teriam “*the same skin in the same game*”.

2. Possível ineficiência da estrutura para redução dos “riscos de sócio” da SPE.

O principal fundamento apresentado na proposta, para a vedação da cooferta de *equity* pela SPE, seria a mitigação dos riscos comumente relacionados às sociedades limitadas. A partir da tal afirmativa, buscou-se inferir quais seriam tais riscos e de que maneira a emissão, pela SPE, de outros títulos que não *equity* os mitigaria.

Nesse sentido, o principal risco que foi vislumbrado foi o “risco de sócio”, isto é, os riscos patrimoniais que sócios de sociedades limitadas comumente estão sujeitos em virtude de decisões judiciais e administrativas que atingem o patrimônio pessoal dos sócios das sociedades limitadas, a despeito da limitação de responsabilidade estabelecida em Lei, especialmente em caso de litígios e contingências de natureza trabalhista, previdenciária, tributária e ambiental.

Isso posto, indaga-se se a estrutura proposta pela instrução é verdadeiramente capaz de mitigar os “riscos de sócio” para as finalidades acima. Apesar de, em uma interpretação literal e simplista, o titular de títulos diferentes de quotas/ações de uma sociedade não poder ser classificado como sócio, parece-nos que tal interpretação pode ser desconstruída. Essa desconstrução poderia ser feita por meio da demonstração de que os direitos (políticos – voto, e patrimoniais – participação nos resultados, inclusive aqueles decorrentes da alienação de ativos da sociedade) e obrigações (contribuir com aportes para a sociedade) de um sócio no sentido tradicional do termo (i.e. titulares de quotas ou ações) são iguais aos direitos e obrigações dos titulares dos títulos coofertados pela SPE no formato proposto pela instrução. Nessa esteira, apesar de o titular dos títulos coofertados não se

enquadrar no conceito literal de sócio ele, na prática, seria equivalente a um sócio da SPE¹ e, portanto, estaria sujeito aos mesmos “riscos de sócio”.

3. Posição equitativa entre os titulares dos títulos coofertados e os titulares de títulos emitidos diretamente pelo empreendedor de pequeno porte.

Outro ponto que merece destaque diz respeito à possibilidade de existirem titulares dos títulos coofertados pelo sindicato participativo e, concomitantemente, titulares de títulos emitidos “diretamente” pelo empreendedor de pequeno porte.

Caso o empreendedor de pequeno porte realize oferta de *equity* ou outros títulos conversíveis em *equity* (o que é possível segundo a proposta de redação da instrução), o investidor que adquirir/subscrever os títulos ofertados diretamente pelo empreendedor de pequeno porte estaria sujeito aos “riscos de sócio” do empreendedor de pequeno porte, enquanto o investidor que optou por fazer o investimento por meio de sindicato participativo, em tese e considerando a veracidade das premissas da proposta da instrução, estaria “blindado” desse risco, haja vista que não seria “sócio” da SPE.

4. Outorga aos titulares dos títulos coofertados de “diretos de minoritários”.

Se por um lado, ser sócio de uma sociedade limitada gera riscos, por outro, garante direitos e proteções decorrentes da lei. Pode-se citar, exemplificativamente, o direito de acessar informações, pedir e aprovar contas, retirada em caso de dissidência e preferência para acompanhar aumentos de capital.

Tais direitos foram pensados pelo legislador e inseridos no ordenamento jurídico, já tendo sido colocados a prova junto a tribunais inúmeras vezes.

Retirar esses direitos dos titulares dos títulos coofertados e fazer com que tais questões sejam regidas unicamente por uma relação contratual entre a SPE e o titular do título em questão pode, ao invés de reduzir, aumentar o risco do investimento, haja vista que existe a possibilidade da estrutura proposta para o sindicato ser mais complexa que a de uma sociedade, possuir lacunas e não gozar

¹ Aliás, vale lembrar que os sócios “ordinários” da SPE não podem tomar nenhuma decisão sobre o único ativo da SPE sem a aprovação dos titulares dos títulos coofertados, ou seja, os titulares dos títulos coofertados estariam em uma posição hierárquica superior aos sócios ordinários da SPE no que tange a direitos políticos.

da mesma segurança jurídica que uma “estrutura societária tradicional”. Além de aumentar o custo de transação.

5. Existência de variáveis de direito civil a serem consideradas na relação entre os titulares dos títulos coofertados e a SPE.

Considerando que a relação entre os titulares dos títulos coofertados e a SPE será uma relação contratual, e não uma relação societária tradicional, é necessário que regras e normas de ordem pública aplicáveis aos contratos civis sejam levadas em consideração.

Nesse sentido, surge a preocupação de a complexidade da estrutura aumentar, bem como serem adicionados novos riscos e inseguranças à equação.

Cita-se como exemplo a questão do prazo de vigência dos contratos e possibilidade de sua rescisão unilateral. O Art. 720 do Código Civil estabelece que “*Se o contrato for por tempo indeterminado, qualquer das partes poderá resolvê-lo, mediante aviso prévio de noventa dias, desde que transcorrido prazo compatível com a natureza e o vulto do investimento exigido do agente*”. Vislumbram-se diversas preocupações e inseguranças decorrentes da possibilidade de aplicação desse dispositivo à relação entre a SPE e os titulares de títulos coofertados.

Nesse sentido, considera-se que a utilização de “regras de direito societário” na relação entre os titulares de títulos coofertados e a SPE pode reduzir riscos e complexidades decorrentes da submissão dessa relação exclusivamente a regras de direito civil “puro”.

Adicionalmente, vale lembrar que, mesmo que a cooferta de *equity* pela SPE gere o “risco de sócio” da SPE, a utilização da estrutura de sindicato, como veículo de investimento, continuará apresentando vantagens aos investidores, haja vista que os investidores permanecem incentivados pelos demais benefícios oferecidos pela estrutura, como por exemplo: (i) o acesso a um maior número de negócios; (ii) redução dos custos de governança pós transação; (iii) redução da assimetria informacional; (iv) redução de conflito de interesses; e (v) possibilidade de contar com a participação de um investidor líder.

Acrescenta-se aos pontos acima a possível ineficiência fiscal que podem decorrer da não utilização de estrutura societária para aquisição dos títulos coofertados pela SPE – condição que consideramos capaz de, por si só, reduzir sensivelmente o número de

ofertas realizadas por meio de sindicatos estruturados nos moldes estabelecidos pela norma proposta.

Com o intuito de evitar os problemas de ordem societária decorrentes das disposições acima comentadas, sugere-se que seja permitida a cooferta de títulos participativos (*equity*) da SPE e, conseqüentemente, o parágrafo único do art. 33 seja suprimido da instrução.

Por fim, na hipótese de as propostas acima serem rejeitadas, considera-se relevante que seja esclarecido se a vedação contida no parágrafo único do Art. 33 também abrange valores mobiliários conversíveis em participação da SPE e, se esse for o caso, que tal situação seja expressamente endereçada pela norma.