

06, de DEZEMBRO de 2016.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro – RJ
CEP 20050-901

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

REF.: AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 06/16 = “INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING”

Prezados Senhores,

Eu, **Júlio Viana, Economista pela Universidade Federal de Pernambuco, M.Sc. em Economia Política Internacional pela London School of Economics and Political Science, pesquisador e empreendedor do setor de equity crowdfunding**, venho oferecer comentários ao Edital de Audiência Pública SDM nº 06/16, que se propõe a regulamentar as ofertas públicas de valores mobiliários para empreendedores de pequeno porte realizadas com dispensa de registro na CVM por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores (Investment-based crowdfunding).

I. INTRODUÇÃO

A captação de recursos para projetos através de uma grande quantidade de pessoas foi facilitada pela internet e pelos meios digitais, diminuindo os custos de transação que antes havia devido a distantes regiões geográficas e processamento de documentos físicos. Essa modalidade também se difundiu massivamente devido ao poder das redes sociais de compartilhamento e transmissão de informações. No entanto, embora tal atividade só tenha crescido vertiginosamente após a crise de 2008 e com a difusão da internet e das redes sociais, há iniciativas do passado presentes no Brasil e em outros países que relembram a lógica do equity crowdfunding ao se utilizar de uma massa de pessoas para captar recursos para projetos empresariais.

Na Holanda do século XVII, a Companhia Holandesa das Índias Orientais ficou conhecida como a primeira empresa a se utilizar da emissão de ações para angariar recursos de uma massa de pessoas¹. Aqui no Brasil, pouco se sabe, mas a Embraer foi alvo de política similar a um equity crowdfunding após a sua criação em 1969. O superintendente da companhia combinou com o próprio Presidente da República para fechar programa de incentivo ao investimento privado na Embraer. Qualquer empresa no Brasil poderia deduzir 1% de imposto de renda desde que esse montante fosse investido na Embraer. Estima-se que em 1989, mais de 200 mil empresas tenham utilizado desse mecanismo e angariado para companhia mais de U\$ 350 milhões de dólares através desse dispositivo².

¹ The Royal Society of Edinburgh – The Supply of Growth Capital for Emerging High-Potential Companies in Scotland - https://www.rse.org.uk/cms/files/advice-papers/2014/AP14_06.pdf

² A Indústria de Armamentos Brasileira: Uma tentativa de Avaliação, 1989, página 222, Unicamp Renato Dagnino - <http://libdigi.unicamp.br/document/?code=vtls000045492>

Tal inovação no sistema de captação de recursos foi popularizada atualmente devido a presença massiva da internet na vida das pessoas. De acordo com o relatório Equity Crowdfunding da CrowdfundingHub, avalia-se que o mercado global de crowdfunding tenha atingido 34 bilhões de dólares em 2015. Desse total, 2,5 bilhões pertence a categoria de equity crowdfunding. Dentro desta última categoria é possível separar o mercado em duas principais áreas: inovação (startups) e setor imobiliário (equity-based real estate crowdfunding). Apenas nos Estados Unidos, 43% de todo o volume de equity crowdfunding pertenceu ao setor imobiliário, ou U\$ 900 milhões de dólares. Esse volume foi compartilhado por 125 plataformas de equity crowdfunding focadas no setor imobiliário. Apesar desse cenário promissor do mercado imobiliário nos Estados Unidos, no Brasil ainda estamos longe de ter um mercado emergente de equity crowdfunding para ambos os setores.

Os comentários que apresentarei a seguir tem como objetivo elucidar para o regulador brasileiro como a regulação atual pode dificultar o setor de equity-based real estate crowdfunding (ou crowdfunding imobiliário) de decolar no Brasil. O setor de equity crowdfunding no Brasil já é pequeno e conta com poucas plataformas, mas menor ainda é a sub-categoria de crowdfunding imobiliário, que oferece vários benefícios para os investidores e para o mercado imobiliário mas corre o sério risco de ser eliminado do mercado brasileiro antes de nascer.

II. COMENTÁRIOS E SUGESTÕES

Art. 2º, §2 – “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) “

i. Comentários

O setor imobiliário é um dos setores mais ativos da economia brasileira e vem sofrendo constante escassez de crédito, principalmente devido a crise fiscal instalada desde 2015, causando uma demasiada redução de crédito por parte de bancos públicos. Conforme tendência já encontrada em outros países, o equity crowdfunding oferece ao setor imobiliário uma oportunidade de captação de recursos que irá permitir uma maior oferta de imóveis, reduzindo o preço das unidades para o consumidor final, como também o déficit habitacional brasileiro. O setor imobiliário também é tradicional no ambiente de investimento da economia brasileira e a sua disponibilidade por meio de investimentos em plataformas de equity crowdfunding representa uma chance positiva de investidores de varejo brasileiros aportarem recursos em projetos antes disponíveis apenas para grandes investidores, conforme vem acontecendo nos outros países.

Apesar de o setor de “equity-based real estate crowdfunding” ter começado a crescer apenas recentemente, a experiência de plataformas no Reino Unido e nos Estados Unidos demonstram claros benefícios para os todos investidores. Plataformas como a Prodigy Network ficaram conhecidas devido ao êxito de angariar recursos para construção de prédios de alto calibre, como é o caso da sua primeira oferta pública por meio de equity crowdfunding que durou dois anos e meio para levantar R\$ 170 milhões de dólares. Esse recurso foi utilizado para construir o prédio mais alto de Bogotá, o BD Bacata e o primeiro arranha céu em mais de 35 anos³.

³ Rodrigo Niño e Prodigy Network - <http://www.crowdfundinsider.com/2013/11/26764-largest-crowdfunding-campaign-ever-bd-bacata-skyscraper-prodigy-network/>

Caso a CVM deseje limitar a receita de grupo econômico para até R\$ 10 milhões de reais, o regulador brasileiro dá um passo para trás na corrida internacional para viabilização de novas formas de levantar recursos através da internet, principalmente para o setor imobiliário, em que os projetos possuem valores mais altos e a escassez de recursos é clara.

Conforme abordado pela CVM, é importante que haja um limite de oferta pública anual, como vem sendo exigido o valor de R\$ 5 milhões, no entanto, tal dispositivo se colocado de forma única não é o suficiente para permitir o desenvolvimento de equity crowdfunding focado no setor imobiliário. A caracterização de grupo econômico no valor descrito de R\$ 10 milhões de reais fará com que a maior parte das construtoras brasileiras não tenham acesso a ofertas públicas de equity crowdfunding. Não apenas por causa do valor de R\$ 10 milhões anuais, mas também devido a inabilitação que empreendedores de pequeno porte terão caso possuam sócios que sejam parte de empresa de construção com receita anual maior que os R\$ 10 milhões.

Gostaria então de sugerir que a CVM excluísse esse dispositivo da norma ou que a CVM observe com maiores detalhes o mercado imobiliário com o objetivo de criar exceção para esse setor devido a maiores proporções de recursos para seus projetos. Uma das opções antes de criar uma exceção, seria a de não revogar o dispositivo do Artigo 5º da Instrução 400, que permite atualmente que o equity crowdfunding para o setor imobiliário aconteça, mesmo que limitadamente.

ii. Sugestões

- a) É sugerido que a CVM retire o dispositivo §2º do Artigo 2º.
- b) É sugerido que a CVM não revogue o dispositivo do Artigo 5º da Instrução 400 que permite atualmente ofertas públicas limitadas a R\$ 2.400.000,00 por ano de micro e pequenas empresas.
- c) É sugerido que, alternativamente, a CVM avalie o setor imobiliário em maior detalhe com o objetivo de criar exceção dentro da Instrução de crowdfunding atual.

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

§ 2º Na hipótese de 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), exceto para ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários para o setor imobiliário;

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

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

II – qualificado, nos termos de regulamentação específica; ou

III – cuja renda bruta anual ou patrimônio líquido de investimento seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), hipótese na qual o limite anual de investimento mencionado no caput pode ser ampliado para até 10% (dez por cento) do maior destes dois valores por ano-calendário;”

i. Comentários

O valor de dez mil reais como limite de investimento para investidores de varejo com renda bruta anual ou patrimônio líquido de investimento menor que R\$ 100.000 (cem mil reais) representa um limite muito baixo para modalidades de investment-based crowdfunding onde o risco de perda da totalidade do capital é menor que o setor de inovação. Para investimentos em imóveis, o valor de dez mil reais pode gerar uma insuficiência de aplicação uma vez que ativos tangíveis (lastreados em imóveis) não oferecem risco de perda total do capital. Embora a assimetria de informação seja consideravelmente grande para investimentos no setor de inovação (startups), ela diminui quando investimentos são feitos no setor imobiliário (onde há muitas informações disponíveis tanto nos meios digitais como fisicamente através de corretores de imóveis, além do fato de o investidor brasileiro estar intrinsecamente mais consciente da valoração de imóveis do que de startups).

Embora não haja segregações de setores nas normas de equity crowdfunding de outros países, há uma maior flexibilidade quanto ao valor que pode ser investido por investidores de varejo. Nos Estados Unidos, por exemplo, existem várias legislações de crowdfunding, que permitem que investidores de diversos tipos investam em ofertas públicas. Embora o Title III possua o limite de \$ 2.000,00 (dois mil dólares), o Regulation A+ é aberto para todos os tipos de investidores e sem limites de investimento para investidores de varejo. No Reino Unido, existem quatro classificações de investidores, onde se flexibiliza muito a classificação de investidor de varejo. Na Holanda, o valor máximo que o investidor de varejo pode aportar é de 40.000,00 (quarenta mil euros) por ano-calendário. Na Austrália, há um limite de AU\$ 10.000,00 (dez mil dólares australianos) por investimento, mas também um limite global de AU\$ 25.000,00 (vinte cinco mil dólares australianos) por ano-calendário⁴

Após avaliação das regras em outros países, algumas opções podem ser elencadas como razoáveis e que podem oferecer um equilíbrio entre a informação assimétrica entre os diferentes tipos de ativos presentes no equity crowdfunding.

ii. Sugestões

- a) que o valor anual do investimento por parte do investidor de varejo seja de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais) para os casos onde o risco do empreendimento seja razoavelmente menor, como é o caso do equity-based real estate crowdfunding (ou crowdfunding imobiliário) uma vez que o investimento está atrelado a um imóvel;

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

I – líder, nos termos do Art. 2°, VII;

II – qualificado, nos termos de regulamentação específica; ou

*III – cuja renda bruta anual ou patrimônio líquido de investimento seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), hipótese na qual o limite anual de investimento mencionado no **caput** pode ser ampliado para até 10% (dez por cento) do maior valor destes dois valores por ano-calendário;*

IV – cujo investimento seja lastreado em imóvel pronto e com habite-se, hipótese em que o limite será de até R\$ 30.000,00 (trinta mil reais) por ano-calendário ou 30% de patrimônio líquido de investimento superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), nos termos dispostos no inciso II deste Artigo.

⁴ Documento no site - <http://www.crowdfundinsider.com/2015/08/72525-australias-proposed-regulations-for-equity-crowdfunding/>

b) sugere-se a adoção do sistema da Australiano

Art. 4º O montante total aplicado por investidor em valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução fica limitado a R\$ 30.000,00 (trinta mil reais) por ano-calendário ou R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por investimento em empreendedor de pequeno porte, exceto no caso de investidor:

- I. líder, nos termos do Art. 2º, VII;*
- II. qualificado, nos termos de regulamentação específica; ou*
- III. cuja renda bruta anual ou patrimônio líquido de investimento seja superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), hipótese na qual o limite anual de investimento mencionado no **caput** pode ser ampliado para até 10% (dez por cento) do maior valor destes dois valores por ano-calendário;*

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

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

i. Comentários

A atividade de property crowdfunding ou equity-based real estate crowdfunding, como vem sendo desenvolvido fora do Brasil, pode ser inviabilizada caso o regulador entenda que a plataforma não possa ser sócia do empreendedor anteriormente a oferta. Proibir o investidor brasileiro de ter acesso a essas modalidades de investimento em imóveis é ir contra uma movimentação internacional que vêm sendo desenvolvida. Essas modalidades de investimento trazem benefícios concretos e claros para os investidores e para o mercado imobiliário com riscos consideravelmente menores que os investimentos feitos em plataformas de crowdfunding com foco em startups. Nos Estados Unidos, plataformas como Fundrise, Realty Mogul e Prodigy Network são exemplos de como o equity crowdfunding pode beneficiar o mercado imobiliário. No Reino Unido, plataformas como Property Partner e Property Moose também são importantes referências de como o equity crowdfunding do setor imobiliário pode trazer benefícios para investidores.

Para exemplificar, conforme já demonstrado nos comentários do Artigo 2º desta minuta. A maior oferta de equity crowdfunding do mundo foi feita pela plataforma Prodigy Network, com o objetivo de levantar fundos para construir prédio de sua autoria na Colômbia. De 2010 a 2013, uma campanha foi realizada durante dois anos e meio, onde U\$ 170 milhões de dólares foram captados e utilizados para construção do maior arranha céu da Colômbia, em Bogotá, um prédio de 60 andares que contou com o aporte de 3800 investidores. Esse exemplo demonstra que a modalidade de property crowdfunding oferece uma oportunidade importante para o mercado imobiliário englobando construtoras, investidores e consumidores, permitindo que haja maior oferta de imóveis. Também oferecerá mais oportunidades de investimento no mercado imobiliário, gerando maior competição e, conseqüentemente, mais opções e menores preços.

Em países como Reino Unido e Estados Unidos, o desenvolvimento destes mercados tem atraído significativa importância. Nos Estados Unidos, o mercado imobiliário representou 43% (ou U\$ 900 milhões de dólares) de U\$ 2,1 bilhões (todas as ofertas de investment-based crowdfunding) em 2015⁵. No Reino Unido, esse mercado também se desenvolveu com sucesso e representou 26% de £332 milhões (de todas as ofertas públicas de investment-based crowdfunding) em 2015⁶. Uma vez que o mercado brasileiro ainda se demonstra com tamanho incipiente (R\$ 22,5 milhões de reais) e muito pequeno para representar todas as possibilidades de setores e modalidades que o investment-based crowdfunding pode trazer, a regulação de um mercado ainda pouco desenvolvido representa um risco relativamente alto de proibição de determinadas modalidades, podendo gerar barreiras para o pleno desenvolvimento da modalidade de investment-based crowdfunding, bloqueando potenciais benefícios ao mercado de capitais e também a geração de valor para os investidores e cidadãos brasileiros.

Para viabilizar o modelo de equity crowdfunding nos moldes como desenvolvido nos Estados Unidos e no Reino Unido, a plataforma de crowdfunding precisa constituir empresa com o objetivo de comprar imóvel pronto (usado ou novo), dessa forma, sendo sócia da empresa. Embora haja conflitos de interesse para constituição de tal empreendimento, é entendido que o regime de full disclosure dos conflitos de interesse já atende as necessidades do investidor. Além disso, o investidor terá acesso a informações produzidas por empresas terceiras especializadas no mercado imobiliário que fazem laudo de avaliação do imóvel, descrevendo preço de mercado baseado em amostras estatísticas. Escritórios de advocacia que não possuem ligação com a plataforma também emitem parecer técnico-jurídico sobre a legalidade e documentação do imóvel a ser comprado, conforme vem sendo feito nos Estados Unidos e Reino Unido. Essas informações adicionais, junto com o full disclosure do conflito de interesses, já parece suficiente para diminuir os possíveis riscos de eventual falha na due diligence ou precificação do imóvel a ser comprado. Também é importante destacar que quando a plataforma e os investidores estão investindo no mesmo empreendedor de pequeno porte, há um alinhamento positivo de interesses como descrito por várias plataformas estrangeiras em audiências públicas do Estados Unidos. Todas essas medidas diminuem consideravelmente a informação assimétrica presente na oferta pública de valores mobiliários do property crowdfunding.

ii. Sugestões

- a) É sugerido que a CVM retire o inciso XVI do Artigo 28.
- b) No caso de a CVM entender pela manutenção deste dispositivo, é sugerido que não se elimine a atividade de property crowdfunding do mercado brasileiro a priori. Para fazer isso, é sugerido que se mantenha regulação anterior através do Artigo 5º da instrução 400.
- c) Da mesma maneira, no caso em que as duas opções acima são irretratáveis, é sugerido que a CVM crie exceção para o mercado imobiliário, onde há riscos menores de perda da totalidade do capital e menor informação assimétrica, conforme abaixo:

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

⁵ <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/>

⁶ http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/pushing_boundaries_0.pdf

XVI – ser sócio ou exercer qualquer cargo em órgão deliberativo do empreendedor de pequeno porte anteriormente a oferta, exceto na hipótese de:

- a) oferta subsequente;
- b) de o empreendedor ser do setor imobiliário;

III. CONCLUSÃO

Espero ter gerado importantes informações para a CVM no que tange a dados econômicos de outros países onde o equity crowdfunding vem sendo utilizado com mais sucesso do que o Brasil. Como pesquisador do mercado de equity crowdfunding, entendo que as atuais restrições e medidas que estão sendo impostas nas plataformas na tentativa de regular o setor, com especial ênfase para as plataformas do setor imobiliário, fará o mercado de equity crowdfunding para o setor imobiliário do Brasil deixar de existir antes mesmo de ele surgir.

Como futuro empreendedor do mercado de equity crowdfunding, acredito que será importante que a CVM perceba os benefícios que novas plataformas podem trazer não só para o setor de finanças alternativas, mas também para o mercado de capitais brasileiro. O surgimento de meios alternativos de captação de recursos e investimento é importante para aumentar a competição dos mecanismos já existentes, aumentando a oferta de meios de investimento. É também importante para educar os investidores brasileiros sobre novas formas de investir, diminuindo preço dos serviços ofertados hoje e permitindo maior canalização de recursos para setores estratégicos da economia.

No Brasil existem aproximadamente 550 mil investidores cadastrados na bolsa de valores, correspondendo a apenas 0,35% do total da população adulta do país. Nos Estados Unidos esse número é de 125 milhões de pessoas, ou 52% do total da população adulta. Apenas de investidores qualificados, os Estados Unidos possuem 10 milhões. É importante que possamos aumentar a adesão ao mercado de capitais brasileiro, e os meios alternativos de captação de recursos que estão surgindo com a internet representam uma oportunidade de gerar esse engajamento para desenvolver o país. Outros países estão regulando o mercado de forma equilibrada e esperamos que o Brasil possa desbravar o desenvolvimento desse mercado também.

Permaneço à disposição de V.Sas. para eventuais esclarecimentos que se fizerem necessários. Me coloco também a disposição para ir pessoalmente até a sede da CVM e explicar melhor o conceito de equity-based real estate crowdfunding que vêm se difundindo nos países economicamente desenvolvidos.

Julio Viana

Pesquisador e Empreendedor de Equity Crowdfunding
julio@democratise.com.br