

Recife-PE, 06 de dezembro de 2016.

À Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro, 111, 23o andar

Rio de Janeiro – RJ

CEP 20050-901

audpublicaSDM0616@cvm.gov.br

Assunto: Comentários e sugestões ao Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016 - “investment-based crowdfunding”

Prezado Senhor Superintendente,

É com prazer que o escritório **Lima e Falcão Advogados**, em atenção à Audiência Pública SDM nº 06/2016 (“Audiência Pública”) aberta pela Comissão de Valores Imobiliários (“CVM”), com o intuito de regular oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada com dispensa de registro por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, manifesta-se com as justificativas e sugestões que seguem, como forma de contribuir para o desenvolvimento do mercado de “equity crowdfunding” no Brasil.

COMENTÁRIOS E SUGESTÕES

1. Art. 2º, § 2º, da minuta anexa ao Edital

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).

Justificativa:

O Edital da Instrução Normativa (“IN CVM”) em comento, em inúmeros momentos, cita experiências externas ao fundamentar as escolhas adotadas pela CVM. Ocorre que o dispositivo acima colacionado não encontra sustentação em outras regulamentações. Ademais, o dispositivo, por colocar o limite de receita bruta do grupo econômico em patamares tão baixos, pode impedir que empresas investidas em outros “rounds”, por exemplo, possam utilizar-se das plataformas de crowdfunding para levantamento de capital.

No *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*, regulamentação dos Estados Unidos, em seu *Title II*, por exemplo, não impõe esta forma limites. Empresas do setor imobiliário vêm se utilizando desse mecanismo para captar recursos para construção de empreendimentos. A Prodigy Network, empresa pioneira no *equity-based real estate crowdfunding*, levantou capital de investidores nacionais e internacionais, divulgando como objeto da oferta a intenção de construir o maior arranha céu da Colômbia (com sessenta andares) em Bogotá. A ofertante, então, conseguiu captar USD 190.000.000 (cento e noventa milhões de dólares), permitindo que o empreendimento fosse executado. A Prodigy Network, à época da oferta, já era empresa consolidada no mercado imobiliário¹.

Todavia, aqui no Brasil, caso o dispositivo permaneça como proposto, a experiência acima relatada não poderia ocorrer através de uma plataforma de *equity crowdfunding*. Embora seja razoável o limite de R\$ 5.000.000 (cinco milhões) impostos às ofertas pelos empreendedores de pequeno porte no intervalo de 12 meses, o limite de R\$ 10.000.000 (dez milhões) fixado para empreendedores parte de grupo econômico não encontra sustentação nas melhores práticas internacionais, e pode, ao final, torna-se um limitador no desenvolvimento deste setor.

Sugestão:

Pelas razões acima expostas, apresentam-se as sugestões adiante:

- A. exclusão do §2º do Art. 2º.
- B. alternativamente, caso a sugestão A acima não seja adotada, a não revogação do Art 5º da Instrução Normativa CVM nº 400.

¹ Estudo de caso da Harvard Business Studies sobre a maior rodada de equity crowdfunding da história, utilizando a captação online de recursos para construção de empreendimento imobiliário na Colômbia através da Progidy Network. <http://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=47056>

2. Art. 3º, inciso III, da minuta anexa ao Edital

a manifestação do investimento não deve ser vinculante, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades

Justificativa:

A desistência de manifestação de investimento, a qualquer tempo da oferta, ou até mesmo após a conclusão desta, pode oferecer riscos ao empreendedor de pequeno porte, às ofertas públicas, à reputação das plataformas e até mesmo aos outros investidores que manifestação interesse na oferta. Ora, a hipótese de desistência quando a oferta já estiver concluída com sucesso, por exemplo, pode forçar a reabertura da oferta e provocar a desistência em massa (“efeito dominó”) de outros investidores.

É evidente que as manifestações guardem o mínimo de seriedade a dar ao empreendedor de pequeno porte, à plataforma e ao mercado a segurança mínima para o desenvolvimento e estímulo ao engajamento de empreendedores, investidores e plataformas. A manifestação de investimento, por não ser minimamente vinculante, maximiza os riscos e incertezas dos demais investidores envolvidos em uma oferta e do empreendedor de pequeno porte. Isto é, permitir a desistência indefinida, sem qualquer impedimento, permitirá que o investidor possa influenciar negativamente ofertas, que, a médio e longo prazo criar um desincentivo aos participantes.

Vale também destacar a experiência internacional. No Reino Unido, a Financial Conduct Authority fixou “cooling-off period” de 14 dias para ofertas de *loan-based crowdfunding*. Por outro lado, para a modalidade de *investment-based crowdfunding* não houve delimitação de período. Nos Estados Unidos, o *Title III do JOBS Act* permite que o investidor cancele seu comprometimento em até 48 horas antes do fim da oferta. Ou seja, após as últimas quarenta e oito horas da oferta o investidor não poderá cancelar a sua manifestação nem mesmo se tiver entrado na oferta nas últimas quarenta e oito horas². Uma última experiência no mesmo sentido, na Holanda, o investidor possui somente vinte e quatro horas para desistência após ter se comprometido com a manifestação do investimento³.

Sugestões:

Pelas razões acima expostas, apresentam-se as sugestões adiante:

² Seção “Changing your mind” - https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_crowdfunding-.html

³ New Crowdfunding Rules as per 1 April 2016 - <http://www.fglawyersamsterdam.com/wp-content/uploads/2016/03/20160316-New-Crowdfunding-rules-as-per-1-April-20162.pdf>

- A. Que a desistência, sem penalidade, seja permitida tão somente se ocorrer até o fim da campanha. A desistência após o prazo da oferta estará sujeita a multa de 5% do montante da manifestação de investimento. Desta feita, sugere-se a seguinte redação:

III – a manifestação da intenção de investimento não deve ser vinculante até a data de encerramento da oferta, sendo a desistência por parte do investidor isenta de quaisquer formas de penalidades; a desistência estará sujeita à multa de até 5% (cinco por cento) do montante da manifestação de investimento caso ocorra após o término do prazo da oferta.

- B. Alternativamente, em consonância com as melhores práticas no mercado internacional, permitir a desistência até quarenta e oito horas após a manifestação da intenção de investimento. Desta feita, sugere-se a seguinte redação:

III – a desistência de manifestação de intenção de investimento em até 48 (quarenta e oito) horas após sua confirmação não será vinculante, sendo a desistência por parte do investidor neste período isenta de multas ou penalidades; a desistência estará sujeita à multa de até 5% (cinco por cento) do montante da manifestação de investimento caso ocorra após este período.

3. Art. 5º, inciso IV, da minuta anexa ao Edital

a partir da data em que o montante total das intenções de investimento atingir o valor alvo da oferta, a plataforma pode comunicar aos investidores que manifestaram sua intenção de investimento que estes têm um prazo de 5 (cinco) dias úteis para realizar o depósito das quantias correspondentes

Justificativa:

O dispositivo em apreço, assim como o art. 3º, inciso III acima comentado trazem insegurança às ofertas, às manifestações de investidores, incertezas injustificáveis ao empreendedor de pequeno porte e enfraquece o *rationale* que fundamenta a criação das plataformas de crowdfunding: criar canal de financiamento de empreendedores de pequeno porte com acesso à capital limitado. No mesmo sentido do justificado no item 2 acima, este prazo pode, a médio e longo prazo, desacreditar as plataformas, ser uma desincentivo a ofertas e, conseqüentemente, um limitador ao desenvolvimento do setor.

Sugestão:

Pelas razões acima expostas, apresenta-se a sugestão adiante:

- A. A obrigatoriedade do depósito do montante da manifestação de investimento, dentro do prazo de 48 (quarenta e oito) horas após a conclusão com sucesso da oferta. Desta feita, sugere-se a seguinte redação:

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:

IV – se o montante total das intenções de investimento atingir o valor alvo da oferta, a plataforma deve comunicar o investidor para, dentro de 48 (quarenta e oito) horas, depositar o montante de sua manifestação de interesse de investimento; e

4. Art. 13, §1º, inciso I, da minuta anexa ao Edital

§ 1º A plataforma deve atender aos seguintes requisitos:

I – possuir capacidade econômico-financeira compatível com as operações a serem desempenhadas, e dispor de patrimônio líquido mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais);

Justificativa:

A exigência do art. 13, § 1º, inciso I da minuta (“*de patrimônio líquido mínimo*”) não está de acordo com a justificativa apresentada na seção 4.7 do Edital (“*capital social mínimo*”). Embora se reconheça que a exigência da seção seja razoável, a apresentada no dispositivo da minuta pode apresentar-se como barreira aos entrantes do mercado; prejudicando, assim, o desenvolvimento do setor. Considerando que as plataformas de *investment-based crowdfunding* operando atualmente no mercado brasileiro são *startups*, com limitação de acesso a recursos, a exigência de valores altos de patrimônio líquido pode inviabilizar a entrada no setor.

Ademais, a imposição deste mesmo requisito não está presente na maioria das regulações do mercado de *equity crowdfunding*. Como evidência do efeito limitador da exigência, na Espanha, único país da União Europeia que decidiu implementar este requisito, o setor de *equity crowdfunding* diminuiu de tamanho de EUR 10,5 milhões, em 2014, para EUR 5,3 milhões, em 2015. A regulação espanhola, por ser mais conservadora e severa nas exigências, tem sido apontada pelos participantes como a principal responsável pelo encolhimento do mercado de *equity crowdfunding* no país.

A Espanha tem avançado em sentido contrário ao dos demais mercados⁴. No Reino Unido, por exemplo, 89%⁵ das plataformas acreditam que a regulação proposta foi adequada e apropriada, enquanto que apenas 19% acham o mesmo na Espanha⁶.

Ainda assim, as exigências da regulamentação espanhola destoam da proposta apresentada pela CVM, vez que apresenta exigências flexíveis aos tamanhos da oferta. O capital mínimo de EUR 60,000 (sessenta mil) euros é apenas utilizado quando as ofertas estão abaixo de EUR 2.000.000 (dois milhões de euros) por ano, podendo ainda ser substituído por seguro profissional de valor similar. Acima desse limite de oferta anual colocadas nas plataformas, é exigido EUR 120.000 (cento e vinte mil euros) de capital mínimo⁷.

Em países como Estados Unidos⁸, França, Alemanha e o Reino Unido não há exigência de capital mínimo uma vez que a plataforma não gerencia o dinheiro do investidor, mas sim um processo de registro das plataformas muito elaborado, que reduz o risco de fraude ou do surgimento de plataformas mal geridas.

Sugestão:

Pelas razões acima expostas, apresentam-se as sugestões adiante:

- A. Primeiramente, e em consonância com as melhores práticas internacionais, sugerimos a exclusão da exigência do inciso I do Artigo 3º.
- B. Alternativamente, alteração da exigência de “patrimônio líquido mínimo” para “capital social integralizado”. Desta feita, sugere-se a seguinte redação:

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:

I – possuir capacidade econômico-financeira compatível com as operações a serem desempenhadas, e dispor de capital social integralizado de ao menos R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

⁴ European Alternative Finance Report Sustaining Momentum - https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf - página 68

⁵ United Kingdom Report Pushing Boundaries - http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/pushing_boundaries_0.pdf - página 11

⁶ Ibid European Alternative Finance Report Sustaining Momentum - página 71

⁷ European Market Crowdfunding Study - http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf - página

⁸ Mais informações em sobre os Estados Unidos: <http://insights.wired.com/profiles/blogs/the-subtle-risks-in-equity-crowdfunding-the-industry-is-ignoring#axzz4RJcCcDzE>

5. Art. 19, inciso IV, da minuta anexa ao Edital

As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:

[...] IV – obter do investidor, previamente a manifestação da intenção de investimento, a assinatura de termo de ciência e risco, declarando que teve acesso às informações essenciais da oferta pública, em especial aos alertas de risco, e que está ciente:

a) da possibilidade de perda da totalidade do capital investido em decorrência do insucesso do empreendedor de pequeno porte;

Justificativa:

A assinatura do termo de ciência e risco, representa um importante marco nas regulações sobre *investment-based crowdfunding*. No entanto, a exigência de padronização e generalização dos alertas no termo de ciência e risco pode prejudicar setores os quais os riscos e liquidez são distintos quando comparados ao de startups no setor de tecnologia e informação em validação de mercado, por exemplo.

A redação atual do dispositivo proposto pela CVM, ao exigir que no termo conste alerta para a possibilidade de “*perda da totalidade do capital investido em decorrência do insucesso do empreendedor de pequeno porte*” é inadequada nos casos de investimento através de *investment-based crowdfunding* no setor imobiliário, por exemplo.

Sugestão:

Pelas razões acima expostas, apresenta-se a sugestão adiante:

- A.** autorizar o ajuste dos termos do documento conforme o setor, risco, liquidez, natureza e garantias decorrentes da atividade do empreendedor de pequeno porte ofertante. Desta feita, sugere-se a seguinte redação:

Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:

IV – obter do investidor, previamente a manifestação da intenção de investimento, a assinatura de termo de ciência e risco, declarando que teve acesso às informações essenciais da oferta pública, em especial aos alertas e fatores de risco, e que está ciente:

a) da possibilidade de perda, total ou parcial, do capital investido, de acordo com a natureza do risco decorrente da atividade econômica do empreendedor de pequeno porte titular da oferta em que houve a manifestação de interesse pelo investidor.

6. Art. 25, incisos V, a minuta anexa ao Edital

A plataforma deve preparar um conteúdo didático visando orientar os interessados neste tipo de oferta e contendo informações sobre:

[...] V – a possibilidade de perda total do capital investido;

Justificativa:

Conforme razões apresentadas acima para mudanças no art. 19, inciso IV, alínea “a” da minuta, o alerta do matéria didático deve ser compatível com a natureza do risco que o empreendedor de pequeno porte oferta na plataforma e o investidor manifesta interesse de investimento.

Sugestão:

Pelas razões acima expostas, apresenta-se a sugestão adiante:

- A.** autorizar o ajuste dos termos do material didático da plataforma conforme o setor, risco, liquidez, natureza e garantias decorrentes da atividade do empreendedor de pequeno porte ofertante. Desta feita, sugere-se a seguinte redação:

Art. 25. A plataforma deve preparar conteúdo didático visando orientar os interessados neste tipo de oferta a entender os diferentes tipos de risco envolvidos em diferentes classes de investimento, ponderando os riscos dependendo do tipo de risco envolvido, contendo informações sobre:

V – possibilidade de perda, total ou parcial, do capital investido, de acordo com a natureza do risco decorrente da atividade econômica do empreendedor de pequeno porte titular da oferta em que houve a manifestação de interesse pelo investidor;

7. Art. 28, inciso XVI, da minuta anexa ao Edital

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

Justificativa:

Apesar de entender e reconhecer a preocupação da CVM ao sugerir a limitação do dispositivo em comento com relação ao conflitos de interesse, o mercado já disponibiliza mecanismos alternativos e menos radicais a tal impedimento. Nos Estados Unidos, por exemplo, plataformas como *Angel List* destacaram os benefícios de a plataforma ser sócia do empreendedor de pequeno porte ao alinhar os interesses do intermediário com o investidor⁹. Entendemos que o *full disclosure* dos conflitos de interesse entre plataforma e empreendedor possui elementos suficientes para proteção dos investidores, não necessitando recorrer a proibição da sociedade.

No Reino Unido, por exemplo, a Financial Services and Markets Act (FSMA) 2000 permitem que as plataformas de crowdfunding sejam sócias dos empreendedores ofertantes. Nos Estados Unidos, ofertas de plataformas do setor imobiliário, por exemplo, vêm sendo executadas sob vigência do *Title II* do JOBS Act (Regulation D 506(c)), ou através do *Title IV*, também conhecido com Regulation A+.

Todavia, a única regulação de crowdfunding dos Estados Unidos que proíbe sociedade entre empreendedor e plataforma é o *Title III*. O legislador americano limitou, no Title III, não apenas a possibilidade de a plataforma ser sócia do empreendedor de pequeno porte anteriormente a oferta – exceto nos casos quando os valores mobiliários recebidos sejam recebidos como pagamento de serviço – mas vedou a formação de sindicato de investimentos seja utilizado (apenas disponível no Regulation D 506(c)).

Por outro lado, tanto o sindicato de investimentos, como a permissão de a plataforma ser sócia do empreendedor anteriormente a oferta são apenas permitidos no *Title II*. Esta regulamentação é apontada como tendo estimulado e responsável pelo desenvolvimento do mercado de *equity crowdfunding* nos Estados Unidos. Contrariamente à reação dada ao *Title III*, que tem sido alvo de críticas e, apesar de ter sido implementada em maio de 2016, é objeto de emenda enviada ao Congresso¹⁰.

Sugestão:

Pelas razões acima expostas, apresentam-se as sugestões adiante:

A. Exclusão do inciso XVI do Artigo 28;

⁹ Documento Regulation Crowdfunding, Financial Interests, (2) Comments on the Proposed Rules, página 160, nota de rodapé 617.

¹⁰ A emenda ao Title III é chamada de FixCrowdfunding Bill (H.R. 4855)
<http://www.foxnews.com/us/2016/07/06/house-passes-bill-to-raise-equity-crowdfunding-cap-to-5-million.html>



B. Alternativamente, não revogação do Art 5º da Instrução Normativa CVM nº 400.

A equipe de **Lima e Falcão Advogados** aproveita a oportunidade para cumprimentar a Comissão de Valores Mobiliários - CVM por promover o debate sobre a regulamentação da prática de crowdfunding no Brasil através desta Audiência Pública.

Atenciosamente,

LIMA E FALCÃO ADVOGADOS

Felipe Melo de Barros Souto