

Manifestação à Audiência Pública SDM 06/2016 - Equity Crowdfunding

Por Marco Poli

Uma breve introdução sobre o autor da presente faz-se conveniente. Sou um dos investidores-anjo mais ativos e mais integrados ao ecossistema de startups do Brasil no presente. Tenho atualmente "investimentos" em 36 startups diferentes, em diversos estágios e em diversas regiões, inclusive em startups cujas sedes encontram-se no exterior. Parte significativa desses investimentos foram feitos com "round sindicados" juntamente com outros investidores-anjo, em dois momentos esses rounds tiveram também a adesão de investidores de plataformas online de Equity Crowdfunding, mesmo que sem que tivessem sido encontrados os investidores através do meio online de ampla disponibilização. Um bom número desses rounds sindicados foi liderado por mim. Sou membro da Anjos do Brasil, da Gávea Angels e da Sandhill Angels (essa última sediada no exterior). Sou investidor-âncora no Broota. Sou investidor-líder e autor e instrutor do workshop de formação de investidores líderes da Anjos do Brasil.

Sobre o documento apresentado à consulta.

Por pura praticidade de leitura e interpretação, numerei os parágrafos e começo cada um com a minha opinião sobre ele, se foi uma colocação Acertada ou Falha. Com a devida vênia.

1. Acerto:

Feliz foi o Comitê em entender que ME e EPP, com a sua obrigatoriedade de empresas optantes não poderem ser constituídas como Sociedades Anônimas, é causa de grande número de problemas para a oferta pública dispensada de registro como regida pela instrução 480. A remoção do requisito ME/EPP dessa consulta, substituindo-o por métricas mais adequadas, é muito bem vinda.

A métrica de receita bruta anual inferior a 10 milhões de reais é feliz e contemplará, na minha opinião, a maior massa de empresas que teriam o Equity Crowdfunding como opção desejável de financiamento no futuro visível do ecossistema. O limite anual de 5 milhões de reais de captação também gera reação positiva. O comentário aqui, nos dois itens, é a necessidade de atualização desses valores para corrigi-los pela alteração de poder de compra da moeda, que não está contemplada, e pode rapidamente torná-los baixos demais como teto, ao sabor da macroeconomia.

2. Falha:

A proposta falha, no entanto, em regular diferentes tipos de veículos online, agrupando todos os veículos de disseminação de investimento disponíveis na internet sob o mesmo tipo, coisa que já hoje não acontece. Plataformas abertas e fechadas existem, as últimas servindo de agrupamento como meio de comunicação de comunidades fechadas de investidores que vêm na internet uma forma mais fácil e ágil de terem suas informações e oportunidades difundidas. Nessa categoria temos players internacionais que são utilizados por grupos de investidores locais como Gust e Proseeder, e sites locais como o Dealmatch. Tais plataformas necessitam ser excluídas expressamente do conceito de Equity Crowdfunding, pois são restritas a membros cadastrados e selecionados, não ficando abertas a qualquer indivíduo.

Na redação atual da proposta, essa diferenciação não existe, o que causaria grande insegurança a essas plataformas, bem como às centenas de membros que hoje as usam para facilitar sua comunicação, sua apresentação de oportunidades e seu acompanhamento das oportunidades e investimentos.

3. Falha:

O conjunto da obra falha em um dos pontos absolutamente fundamentais do investimento de altíssimo risco em ativos ilíquidos especialmente em startups: a necessidade da mitigação do risco individual pela formação de um portfólio de investimento.

Da forma como concebida, a norma mais torna o investimento em startups em uma aposta, pela completa impossibilidade de se constituir um portfólio saudável de investimentos.

Segundo a ACA, dos EUA, consegue-se 95% de certeza de se obter 50% de retorno ao ano ou superior investimento-se em startups apenas se o número de empresas investidas for de 26. Isso significa que números como os que serão possíveis com a presente proposta tornarão o investimento ainda mais arrisco, pois a diversificação fica prejudicada ou até impossível.

A norma, que visa à proteção, vai levar grande parte dos investidores (90% ou mais, pois essa é a taxa de falha individual das empresas) a perderem todo o capital investido. Limita o volume do capital em risco, mas quase que certamente faz com que o investidor que deveria ser protegido perca a totalidade do investimento.

Outro ponto em que a proposta falha: não obrigar todas as ofertas a terem um investidor-líder, mesmo sem que seja na forma de sindicato.

A negociação dos termos por um investidor experiente é um dos principais fatores para que se tenha uma boa oportunidade. A mera “oferta” de termos prontos por uma empresa sem que haja uma negociação com alguém do outro lado da mesa, mesmo sem obrigação fiduciária, mas que seja obrigado a investir também, já melhora muito a oferta.

Infelizmente ofertas que são feitas sem a figura de um investidor líder para negociar os termos e executar a due diligence apropriada quase que invariavelmente são oportunidades ruins, que os investidores em potencial que devem ser protegidos pela norma não tem condição de avaliar como tal.

Muito bom seria a inclusão da necessidade de um investidor líder em qualquer transação na forma dessa instrução.

4. Falha:

Ao longo do documento, como um todo, parece-me que não foi considerado o fato que o investimento médio, como auferido pelo próprio Comitê e disposto no segundo parágrafo da página 5, é de 525 mil reais. Não apresentado, no entanto, o desvio.

A quantidade de responsabilidades e exigências criada pelo documento encarece, até proibitivamente, uma captação de valores na banda inferior do espectro, digamos 300 mil reais ou inferior. Isso porque certamente uma captação terá um custo, com a criação da conta de escrow, da estrutura de SPE, dos deveres atribuídos à plataforma

e ao investidor líder, significativamente superior aos 100 mil reais. Isso faz com que em captações menores, que são na minha opinião o maior objetivo do Equity Crowdfunding, o custo de transação ultrapasse os 30%, fazendo com que essa opção deixe de ser viável para as empresas.

5. Falha:

Feliz foi o Comitê ao incluir o alvo de captação como requisito, mas não compreender que podem haver diferentes objetivos a serem atingidos com diferentes valores de captação possíveis. Assim, importante que haja um piso, mas também o um teto, limites que devem se declarados pelo próprio empreendedor, que deve justificar a banda e como seriam as distribuições do investimento em cada degrau dessa banda.

6. Falha:

Ao exigir que a declaração de intenção seja não-vinculante e completamente livre de qualquer penalidade na não conclusão o Comitê protege um investidor ao custo de grande insegurança aos outros.

Uma empresa que tenha tido intenções de investimento de 500 mil reais, mas teve 200 mil que não se concretizam, gera um investimento final de 300 mil, que pode ser inferior ao mínimo necessário para a implementação do seu plano, causando grande risco aos que, corretamente, comprometeram e executaram o investimento.

Não pode a proteção individual causar risco ao coletivo, especialmente quando esse indivíduo, em sua plena capacidade, comprometeu-se ao investimento.

7. Acerto:

A obrigação da divulgação de informações sobre o andamento da empresa investida é algo salutar, e muitas vezes não observado nessa modalidade de investimento, apesar de ser praxe o requisito nos contratos.

8. Falha: A proposta falha em diferenciar entre os diferentes tipos de “plataforma online” que existem e já são utilizados atualmente no mercado brasileiro e internacional.

Sugestão:

Art. 1 paragrafo 3 Essa Instrução não regula a atividade das plataformas online que não façam a aquisição de seus membros pela internet, incluindo as plataformas agregadoras de investidores offline para fins de facilitação de fluxo de informações e oportunidades e aquelas que não são de livre e irrestrito cadastro.

9. Falha:

No Art 2. Parágrafo 2: Considerando o conceito de “controle” como o previsto pela Lei 6.404, sempre que um fundo de investimento ou mesmo um investidor-anjo faz um investimento, existe uma possibilidade grande de serem enquadrados como grupo de controle, dado que quase que invariavelmente exigem a assinatura de um acordo de acionistas, o que os coloca automaticamente nesse grupo. Esse parágrafo como escrito limitaria o acesso à essas plataformas a quase a totalidade das empresas que

já possuíram investimentos anteriores vindos de investidores profissionais ou fundos de investimento.

10. Falha:

No Art. 3 - Item I - 3 meses é um prazo apertado para se encerrar captações (no cenário atual) superiores a por volta de 500 mil reais. Um prazo de 3 meses virtualmente impede empresas em estágios mais avançados e que precisem de valores superiores a por volta de 500 mil reais de fazerem esse tipo de captação.

Minha sugestão aqui é um prazo de 6 meses, pois parece razoável para se manter o mesmo “valuation” do começo ao fim desse prazo. Possivelmente prazos superiores, desde que haja re-avaliação do valor de mercado da empresa em períodos intermediários, a cada 6 meses talvez, para não prejudicar os primeiros aderentes.

11. Falha:

No Art 3 item III - A não vinculação necessária dá “segurança” a um indivíduo, mas pode prejudicar a todos os outros que “honrem” sua intenção, pois a empresa pode não conseguir com os investidores que mostraram intenção de investir e honraram chegar ao “piso” do investimento. Especialmente consoante com o parágrafo 2 do art. 3.

Minha sugestão aqui é, na impossibilidade absoluta de vinculação, ao menos facultar à plataforma excluir ou inabilitar o membro em questão, pelo menos capacitando a plataforma a organizar e gerenciar a “quebra”. Para qualquer líder de investimento, a não honra de uma intenção é sempre extremamente trabalhosa e cara, e pode ter graves consequências. Não se pode cultivar uma cultura de intenções “desinteressadas”, pois isso no longo prazo prejudica a todos aqueles que de fato investem. Imagine como um leilão em que se pode dar lances livremente e depois decidir se vai efetuar a compra de fato. Uma intenção não honrada pode facilmente tomar o lugar de um investidor que de fato investiria mas não conseguiu “espaço no round”.

12. Comentário:

O Art 3 item V c) pode impactar empresas “fintech” de crédito que possam querer utilizar o investimento como capital de giro inadvertidamente.

13. Falha:

No Art 3 parágrafo 1: A plataforma não consegue acompanhar todas as empresas pós-oferta para poder verificar se nenhuma delas violou, a posteriori, alguma dessas condições. Ela só consegue fazer isso com as informações pré-oferta e eventuais comprometimentos e declarações dos empreendedores, mas não vejo formas vinculantes de ela garantir (“verificar”) que as empresas após o término da captação não venham a violar esses requisitos. Não fica claro se elas terão que fazer esse acompanhamento pós investimento pela redação.

14. Falha:

No art 3 parágrafo 3: muito melhor o estabelecimento de um valor mínimo e máximo para a captação do que apenas um “alvo” e uma margem pré-definida para maximizá-lo.

É comum em investimentos em startups que a startup tenha mais de um plano possível para uma captação. E, no decorrer da oferta, com os feedbacks do mercado, ela decida reduzir ou ampliar a captação, desde que faça sentido para o negócio. Muitas vezes uma empresa faz um plano para uma captação de 600k, mas ela consegue, diminuindo de 18 meses para 12 o uso do capital, que 400k sejam suficientes.

Importa aí mais quanto tempo de “vida” ou “runway” a empresa terá com o montante captado do que uma banda de captação.

O ideal para empresas em estágios iniciais é ter o suficiente para 18 meses de operação no “round”. Mas 12 meses é o mínimo aceitável. Então esse “alvo” não deveria ser um alvo, mas uma banda baseado nas possibilidades de uso do capital, inclusive no tempo de uso, desde que respeitado esse limite inferior de 12 meses de “vida” pós investimento.

15. Falha:

O Art. 4 deveria ser pensado mais pelo lado da construção de portfólio, que deveria ser base de qualquer investimento em startups. Impossível construir-se um portfolio amplo e diversificado o suficiente em startups com esse limite de investimento anual. Com um ou dois investimentos por ano, existe a quase certeza de que o investidor, que deveria ser protegido, vai perder todo o capital por ter seu risco concentrado em poucos ativos que têm, individualmente, grande probabilidade de perda.

16. Falha:

No Art. 5, parágrafo 1: Parece-me aqui que, hoje, nenhuma instituição financeira oferece uma escrow account a valores compatíveis com as captações de porte médio (em torno de 500k) disponíveis. Essas contas, hoje, custam dezenas de milhares de reais para serem criadas, e isso, só, consumiria parte significativa do investimento. Não me parece, também, que haverá interesse no curto prazo para a criação de produtos mais baratos pelas instituições financeiras para esse fim, dado a pequena quantidade de negócios desse tipo, e a complexidade eventual dos contratos com dezenas de depositantes.

17. Falha:

O Art 11 inviabiliza os “rounds mistos” que são bastante comuns: aqueles que tem parte dos seus investidores vindos de plataformas de crowdfunding e parte vindos de redes de anjos ou plataformas fechadas ou círculos de conhecimento dos participantes.

Esses round são bastante comuns, especialmente quando se tem valores de captação maiores. Não existe capital suficiente no mercado atual para rounds maiores e dar a liberdade de se procurar por diversas fontes em diversos meios é importante.

Considerando que muitas vezes essas plataformas online acabam recebendo as mesmas condições de investimento de redes de investidores anjo (que são consideradas smart money e portanto tem condições melhores do que o investidor não-smart), a possibilidade de ter rounds mistos pode inclusive ser boa e vantajosa para os investidores da plataforma.

18. Sugestão:

No Art. 19 poderiam ser feitas exigências mínimas de termos contratuais para o investimento poder ser concretizado, de acordo com as proteções usualmente exigidas por investidores experientes.

Minha sugestão:

- Lock Up
- Non compete
- Proibição de resgate antecipado sem anuência do credor em caso de instrumento de dívida
- Em caso de dívida, a conversão só se dá pela intenção do credor

-Co-sale (tag along)

-Opção de venda a R\$1 em favor de investidor da totalidade dos valores mobiliários de volta para empresa executável a qualquer momento

-Em caso de outro tipo societário, a obrigação do emissor transformar-se em SA caso o investidor exerça a conversão da dívida

Pelo adiantado da hora, não fui capaz de finalizar a lista aqui sugerida. Farei em comunicação posterior.

19. Falha:

Art. 22 Item II - A conversão em ações de SA não deve ser motivo para cessar o fornecimento de informações. Não faz sentido a mera transformação em SA ser base para a mudança no relacionamento entre investidor e investida, diminuindo o acesso e restringindo o conhecimento do investidor sobre o seu ativo.

A autorização para abertura de capital acarreta obrigações de sigilo que podem ser incompatíveis com as informações que devem ser divulgadas, e pode ser base para que se mude o fluxo informacional, mas a mera transformação não.

20 Sugestão:

Incluir no Art 25 a informação de que a constituição de um portfólio diversificado é o maior mitigador dos riscos envolvidos no investimento em startups.

21. Falha:

Art. 28 Item XV: Não fica claro se o carry, padrão de mercado que se constitui em uma taxa de performance, seria vedado por esse item. A cobrança do carry é o padrão de fato para todos os entes do ecossistema de investimento Não faz sentido uma vedação. Especialmente sem indicação sobre forma de remuneração que o substitua.

22. Falha:

No Art 32, a obrigação de constituição de personalidade jurídica ou qualquer outro tipo de sociedade para a execução de um sindicato faz pouco sentido, e também encarece demasiadamente o processo, considerando-se os custos de manutenção de contabilidade adequada e pro-labores mensais entendidos como obrigatórios pela fiscalização previdenciária.

Apenas faria sentido a constituição de sociedade caso os investidores pudessem transferir ao investidor-líder seu capital antecipadamente, que seria então investido em diversas empresas, assim ficariam como sócios da SPE, o que obrigaria a confecção de complicado e difícil contrato social, com alteração de seus membros sempre que houvesse alteração dos apoiadores do sindicato. Ainda assim, a limitação para o investimento em apenas uma empresa por sindicato faz com que não haja vantagem alguma em se coletar o capital previamente, e ainda assim forçar o líder a incorrer em risco adicional de administração absolutamente desnecessária de sociedade.

O Art. 32 como escrito não explica qual seria a relação dos apoiadores com a SPE e nem qual é a necessidade ou mesmo a vantagem de se constituí-la dessa forma.

Uma configuração desse tipo, na forma de uma SCP, já é vista esporadicamente mas apenas em casos que o investidor líder que exercer o intermédio financeiro (e assim garantir a cobrança facilitada do seu carry) ou em casos em que o investidor líder está "oferecendo" a "público" seu direito de pro-rata. Dessas duas, apenas a primeira parece fazer sentido real, e nenhuma delas deveria ser obrigatória pela norma.

Da forma como esse artigo está colocado, o resultado do Art. 32 provavelmente será a descaracterização dos sindicatos como pensados para que se evite os custos adicionais e a responsabilidade adicional do investidor-líder no processo.

Consegue-se regular um grupo de investidores, com o que deseja o Art. 34, utilizando-se um instrumento de “Assembléia de Credores” dentro do próprio contrato de mútuo ou debenture conversível. Completamente desnecessária a criação de uma nova pessoa jurídica para ter esse efeito. Fico feliz e compartilhar minhas minutas de contrato de investimento com essa previsão, para análise do Comite.

23. Sugestão:

No Art. 35 temos a obrigação dada pelo item II de o investidor-líder manter, após a finalização da captação, uma mentoria com a empresa captadora que teve seu round liderado por ele.

A lógica é boa. Ter um investidor acompanhando a empresa e transferindo experiência e conhecimento pode diminuir a taxa de falha, aumentando assim a taxa de sucesso individual dos investimentos.

O problema aqui é que a obrigatoriedade de o mesmo investidor líder ajudar na captação do round e depois servir como o mentor principal da empresa esbarra na falta de investidores capazes de liderar investimentos, mesmo que exista um número consideravelmente maior de mentores que não são capazes de liderar um investimento, mas fazem um ótimo trabalho de acompanhamento da empresa.

A sugestão é que se possa segregar a figura do investidor-líder da figura do mentor vinculado ao investimento, para que essas competências possam ser exercidas por pessoas diferentes, caso seja do interesse.

Assim não se cria uma limitação à “produtividade” do investidor líder, que pode liderar diversos rounds de investimento, e também não se tira das empresas a figura de um mentor, dissociada da figura do investidor líder. São competências, inclusive, diferentes, que podem não existir na mesma pessoa. Separar as pessoas do líder e do mentor (que podem ser exercidas pela mesma pessoa, se ela quiser) é um passo importante para aumentar a quantidade de investimentos realizados.

24. Falha:

No Art 36, item I: Não acredito existir algum investidor que consiga, dada a interpretação, suprir essa exigência.

Temos um pequeno número de investidores que possuem 7 empresas em portfolio, hoje. E não acredito que nenhum deles tenha pelo menos 7 há mais de 7 anos. Mesmo porque grande parte delas, como sabido, falha e deixa de existir muito antes disso.

Suspeito que o objetivo aqui seja se ter um líder com real conhecimento. E investimento em startups é como um ofício, nem arte nem ciência. Algo que se aprende.

Para esse objetivo, acredito que muito mais do que ter “investimentos”, é ter liderado investimentos. Requisito que não consta no artigo, inclusive.

É minha opinião que não se deve ter uma oferta em plataforma online para investidores com os imaginados nessa proposta sem que haja um investidor-líder designado. As funções desse investidor, especialmente a negociação dos termos do

investimento, não conseguem ser supridas por qualquer outro ente da cadeia, e a sua ausência frequentemente gera ofertas ruins.

Minha sugestão é obrigar o investidor a ter liderado pelo menos 5 deals. Mesmo que em rounds que não se qualifiquem, como rounds em redes de anjos ou com grupos de investidores offline. Caso um investidor queira liderar e não tenha esse requisito, que ele seja obrigado a passar por um curso de liderança específico (como o que eu leciono para a Anjos do Brasil) e tenha um co-líder que tenha esse histórico de pelo menos 5 rounds liderados.

A liderança de um round é competência muito diferente de apenas o investimento. As especificidades de se agrupar e intermediar e coordenar o processo e, especialmente, negociar os termos, são desconhecidas mesmo de investidores com muitos investimentos, mas sem experiência em liderança. Inútil é o requisito de se ter 7 investimentos, se nenhum deles foi liderado por ele.

25. Falha:

Art. 37 PARagrafo 2 Item I - Impossível conciliar a necessidade tácita exigida pela fiscalização previdenciária de que uma empresa tenha pelo menos um administrador e que esse administrador deve receber pelo menos um salário mínimo de pró-labore (que, então gera a receita previdenciária desejada pela fiscalização) exigida pela constituição de uma SPE com esse item que expressamente veda esse pro-labore.

26. Falha:

Art. 37, paragrafo 2, item III: A limitação de 3 lideranças por ano faz com que tenhamos uma série de anos muito pouco prolíficos para investimentos desse tipo no futuro próximo. Isso advém do fato de haverem muito poucos investidores habilitados a liderar investimentos no presente, e limitando o número de investimentos possíveis pelos que optam pelo investimento online (minoria) fará com que a atividade veja muito pouca presença de líderes pelos próximos anos.

Notando que provavelmente essa limitação tenha como intenção fazer com que o líder tenha um acompanhamento mais próximo das empresas investidas, veja o item 23 acima, onde defendo a dissociação entre líder de investimento e mentor, que faria com que o líder tivesse tempo disponível para liderar um número bem maior de investimentos.

Acho uma limitação desnecessária, aplicando-se o conceito de líder dissociado de mentor.