

Rio de Janeiro, 6 de dezembro de 2016

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**

Rua Sete de Setembro, nº 111, 33º andar, Centro

CEP 20050-901, Rio de Janeiro – RJ

Ilmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Ref.: Edital de Audiência Pública nº 06/2016

Prezados Senhores,

Antecipadamente, apresentamos nossos cumprimentos pela iniciativa de propor a regulamentação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores (*Investment-Based Crowdfunding*) e gostaríamos de parabenizá-los pela qualidade do trabalho e das propostas.

Conceitualmente, gostaríamos de apresentar conjuntamente nossas considerações sobre a inclusão do financiamento de negócios que combinam impacto socioambiental positivo e sustentabilidade financeira (“Negócios de Impacto”), sendo essa nossa contribuição para adaptação dos dispositivos previstos na minuta de Instrução proposta e constante do Edital de Audiência Pública em referência.

Com o intuito de complementar as propostas, gostaríamos de compartilhar alguns avanços em curso no mercado brasileiro e possíveis implicações positivas de pequenas alterações na minuta referente ao edital SDM 06/16.

Desde 2015, a Força Tarefa Brasileira de Finanças Sociais, trabalha com o termo Negócios de Impacto (<http://www.forcatarefainancassociais.org.br/>). De forma geral, tais negócios podem ser pensados de forma análoga a um “subgrupo” dos empreendimentos de pequeno porte, com uma diferença marcante: estes são negócios constituídos com a missão expressa de gerar impacto social e/ou ambiental positivo.



### ORGANIZAÇÕES/NEGÓCIOS DE IMPACTO

Quadro I: Caracterização de Negócios de Impacto de acordo com a Força Tarefa brasileira de Finanças Sociais (<http://forçatarefafinancassociais.org.br/ecossistema-de-financas-sociais/>):

Essa atuação faz parte de uma tendência global vista desde 2007, quando surgiu o termo *impact investing* (investimento de impacto, no Brasil), que representa o financiamento de negócios que combinam impacto socioambiental positivo e retorno financeiro.

Apesar de o investimento via *equity* ser o mais comentado dentro do investimento de impacto, na verdade, a definição não se restringe a *equity*, sendo possível a concessão de crédito com o mesmo fim ou mesmo instrumentos mais sofisticados como *Social Impact Bonds* (ou Contratos de Impacto Social, ainda em desenvolvimento no Brasil).

Certamente mais por visão do que por acaso, a minuta de Instrução proposta já se antecipa e regula de forma competente o *crowdfunding* que se utiliza de instrumentos de crédito. Assim, muito embora o termo *equity crowdfunding* receba maior atenção, é inegável que a proposta de Instrução também regula ofertas de dívida por parte de empreendedores de pequeno porte.

Isso porque a regulamentação, da forma proposta, contempla empréstimos expressamente, conforme o Art. 19, item IV, (d), que demanda a prévia ciência “do risco de crédito do empreendedor de pequeno porte, quando da emissão de títulos representativos de dívida” e, além desse, por exemplo, também o Anexo 8, na Seção 3, (b.1), que solicita esclarecimento se o valor mobiliário ofertado “confere ao portador direito de crédito perante o empreendedor de pequeno porte e as condições de remuneração”.

Não temos dúvida de que o pleito para fomentar negócios com Impacto Social é meritório e possui extrema relevância no contexto de nosso desenvolvimento nacional tardio.

Contudo, devemos analisar a questão sob o aspecto da legislação pátria em vigor e da competência legal fixada para a CVM regular o mercado de valores mobiliários, e se seria viável juridicamente permitir que pessoas jurídicas associativas (aquelas que não podem distribuir lucro aos associados) participem de plataformas de *crowdfunding* financeiro.

Entendemos que a questão pode suscitar polêmica pela sua inovação, porém do ponto de vista jurídico não deveria encontrar maiores dificuldades ao analisarmos a competência da CVM para regular, acompanhar e fiscalizar a oferta de “contratos de investimento coletivo”.

Isso porque o propósito da inclusão de “contratos de investimento coletivo” no rol de valores mobiliários regulados e fiscalizados pela CVM foi justamente o de analisar a captação de poupança pública inspirada no conceito de “security” norte-americano, para quem “o importante é o investimento, ou melhor, o investimento com a expectativa de obter um retorno financeiro”.<sup>1</sup> “Com efeito, quem adquire uma security tem como finalidade obter um retorno de seu investimento. Aliás, investimento e expectativa de lucros estão tão relacionados que podem ser considerados diferentes aspectos de um mesmo requisito.”<sup>2</sup>

Em interessante contexto histórico, prosseguem os ilustres doutrinadores: “Na realidade, constata-se que muitos instrumentos com denominação típica de valores mobiliários não foram emitidos para fins de investimentos; outros foram emitidos por instituições financeiras; outros, ainda, são comprobatórios de investimentos em empreendimentos com fins lucrativos, mas não constituem ações, notes ou quaisquer outras ‘securities tradicionais’. Nestas situações, mais uma vez, o que prevalece, segundo os tribunais, é a essência do negócio”.<sup>3</sup>

Justamente sob a perspectiva da essência do negócio é que nem mesmo títulos ofertados por associações filantrópicas estão imunes à competência da equivalente da CVM norte-americana. Isso porque “O Securities Act de 1933, além de definir securities, listou, ainda, na Section 3(a), as ‘exempted securities’. Normalmente, uma “exempted security” não está sujeita ao registro e às exigências quanto à divulgação impostas por lei, mas pode estar submetida aos preceitos de combate à fraude e aos relativos ao ressarcimento de danos. (...) De acordo com o Securities Act de 1933, e o Securities Exchange Act de 1934, constituem exempted securities’: (...) (b) os valores mobiliários emitidos por bancos, organizações religiosas e outras também filantrópicas (...)”<sup>4</sup> (grifamos)

Apesar de aparentemente estarem excepcionadas do registro, a regulamentação norte-americana adota “...a expressão ‘unless the context otherwise requires’”, ou seja, a regulamentação autoriza “...que os Tribunais analisem casuisticamente a realidade econômica subjacente com a finalidade de verificar se o título sob exame, independentemente da sua forma, constitui ou não uma security”.<sup>5</sup>

Assim, não temos dúvidas de que o conceito de valor mobiliário é amplo o suficiente para contemplar qualquer oferta cujo público vise o retorno financeiro. “Com a edição da Lei nº 10.198/2001, que considera como valor mobiliário qualquer contrato de investimento coletivo, ofertado publicamente, que gere lucros advindos do esforço do empreendedor ou de terceiros (...) passaram a ser regulados e fiscalizados pela CVM (...) **A vantagem da adoção desta aceção mais ampla de valores mobiliários, ao invés de mera enumeração, é que, assim, evitar-se-á a reformulação periódica da legislação sobre mercado de capitais. O**

---

<sup>1</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariadna, PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, “Mercado de Capitais - Regime Jurídico”, Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.35.

<sup>2</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariadna, PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, “Mercado de Capitais - Regime Jurídico”, Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.39.

<sup>3</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariadna, PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, “Mercado de Capitais - Regime Jurídico”, Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.42.

<sup>4</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariadna, PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, “Mercado de Capitais - Regime Jurídico”, Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.44.

<sup>5</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariadna, PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, “Mercado de Capitais - Regime Jurídico”, Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.44.

*alargamento do conceito de valores mobiliários tem o condão de incluir situações futuras em que serão ofertados novos produtos ao investidor, tendo sido, por via de consequência, aumentado o âmbito de atuação e fiscalização da CVM”.*<sup>6</sup> (grifamos)

Dito isso, há um segmento deste Investimento de Impacto, referente aos Negócios de Impacto Sem Fins Lucrativos, que com pequenas alterações na minuta proposta de Instrução pode ser contemplado. É importante lembrar que Associações são entidades econômicas com necessidades de financiamento similares a Empreendimentos de Pequeno Porte. Assim como uma padaria ou uma *start-up* pode precisar adiantar fluxo de caixa para financiar insumos que serão processados, vendidos e se tornarão receita, associações se utilizam de capital de giro para adiantar gastos que se tornarão receitas no futuro.

De acordo com a pesquisa do IBGE sobre Fundações Privadas e Associações sem Fins Lucrativos no Brasil (FASFIL) realizada em 2010, e disponível online<sup>7</sup>, o setor empregava mais de 2 milhões de pessoas naquele ano (pessoal ocupado e assalariado, Tabela 9, pagina 30). Esse número é extremamente representativo quando comparado com vários outros setores da economia, levando em conta a Tabela 3, pagina 27 das Estatísticas do Cadastro Central de Empresas do IBGE disponível<sup>8</sup>.

Claro que para muitas associações sem fins lucrativos, a incerteza de receita é tamanha que um empréstimo não é um instrumento de financiamento recomendável, mas para uma fração relevante destas – especialmente aquelas que tem receitas derivadas da venda de produtos e serviços, estimadas em 25% das associações – a lógica de crédito para capital de giro faz muito sentido. Podemos citar o exemplo de uma associação que faz um evento de captação anual ao final do ano há quatro anos com resultados crescentes de margem líquida ano-a-ano. Ora, para fazer este evento, a organização deve alugar um salão de eventos, pagar o adiantamento do buffet e outros gastos muito antes da receita chegar. Esse é um excelente uso para crédito: uma ponte de tempo que liga a receita futura com alto grau de certeza à necessidade no curto prazo.

Desde 2008, a SITAWI, uma organização social sem fins lucrativos, se especializa neste tipo de empréstimo socioambiental<sup>9</sup> e o exemplo citado não é hipotético e faz parte de uma coleção de mais de 20 empréstimos feitos com sucesso.

Emprestar para Negócios de Impacto sem Fins Lucrativos é uma “aposta garantida”? Certamente não. Inclusive a SITAWI tem um (único) exemplo em que a organização social devolveu menos do que o principal emprestado. Contudo, de forma geral, apostar em *start ups* tampouco o é. Cerca de 60-70% das *start-ups* fecharão sem retorno para investidores.

---

<sup>6</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariadna, PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, “Mercado de Capitais - Regime Jurídico”, Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p.55.

<sup>7</sup> Vide [ftp://ftp.ibge.gov.br/Fundacoes\\_Privadas\\_e\\_Associacoes/2010/fasfil.pdf](ftp://ftp.ibge.gov.br/Fundacoes_Privadas_e_Associacoes/2010/fasfil.pdf)

<sup>8</sup> Vide <http://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv58797.pdf>

<sup>9</sup> Uma vez que a SITAWI Finanças do Bem utiliza recursos que lhe foram doados, ela não pratica intermediação financeira pois o empréstimo quando pago não retorna ao doador original, mas é reciclado inúmeras vezes, multiplicando o impacto social da doação inicial, atuação prevista na lei das OSCIPs (9790/99) na lista de objetivos sociais qualificáveis “Art 3º item IX - *experimentação, não lucrativa, de novos modelos sócio-produtivos e de sistemas alternativos de produção, comércio, emprego e crédito*”

Assim, seria possível dizer até que as organizações sem fins lucrativos tem uma fonte adicional de receita que as organizações com fins lucrativos não tem: doações! Isto, em tese, poderia até aumentar a probabilidade de pagamento do empréstimo.

Existe uma falácia de que, por dependerem de doações, organizações sem fins lucrativos são menos sustentáveis. Bom, acreditar nisso é equivalente a dizer que as empresas não são sustentáveis por depender de vendas<sup>10</sup>.

Na verdade, o desafio de qualquer organização com ou sem fins lucrativos é ter fontes de recursos diversificadas. A única verdade é que há menos capital para ser doado no mundo do que para ser emprestado ou investido, e isso impacta a escala que uma organização sem fins lucrativos pode chegar, mas não sua probabilidade de sustentabilidade *per se*. Do ponto de vista de financiamento, a possibilidade de atingir uma grande escala é mais importante para *equity* do que para crédito, o que não gera problemas, uma vez que organização sem fins lucrativos não tem *equity* para emitir ou vender, só podendo contrair empréstimos.

**Assim, nossa sugestão é que o Artigo 2º item III seja alterado para contemplar qualquer pessoa jurídica ao invés de apenas sociedades.**<sup>11</sup>

**Sugerimos essa redação por diversos motivos, desde acreditar que estamos diante de uma oportunidade única e urgente de desenvolvimento e, também, como porque acreditamos que Associações que efetivem impacto social podem e devem sim ser consideradas como pessoas jurídicas “empreendedoras”. Pessoas jurídicas empreendedoras que geram Impacto Social.**

Entendemos que não há necessidade de alterar a redação do Artigo 1º, §2º uma vez que as Associações estariam, de fato e de direito, emitindo “valores mobiliários”, que são contratos de investimento coletivos necessariamente representativos de dívida.<sup>12</sup>

O Investimento de Impacto não é novo no Brasil, inclusive com alguns fundos como Vox Capital, MOV e Kaeté Investimentos já tendo sido aprovados pela CVM e estarem em funcionamento regular.

Uma nota sobre a possibilidade da formação de Sindicatos e Líderes em Ofertas de Dívidas por Associações, considerando que empréstimos não conversíveis não apresentam grande *upside*, a remuneração do líder deve poder ser complementada com um pagamento único por parte dos investidores, no momento de fechamento da transação. Outras características ligadas ao Investidor Líder poderiam ser adaptadas para contemplar uma liderança em emissões que contemplem projetos com Impacto Social.

---

<sup>10</sup> <http://oglobo.globo.com/opiniao/pais-precisa-de-mais-investidores-sociais-15593906>

<sup>11</sup> III – empreendedor de pequeno porte: **pessoa jurídica** regularmente constituída no Brasil com receita bruta anual de até R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM;”

<sup>12</sup> Entendemos que não há necessidade de alteração do Artigo 35 que trata do investidor líder, ainda que a redação possa ser revista para deixar mais clara a experiência com empréstimos ao invés de *equity*. Por exemplo, o anexo 8 seção 4 letra (i) item 7 poderia ser **“os investimentos do investidor líder utilizados para comprovar o requisito de experiência do art. 37, I, listando os empreendedores de pequeno porte, os valores aportados e a sua participação no capital de cada um destes, quando aplicável”**

Nesse sentido, para contemplar o fato de que hoje a SITAWI e outras organizações já atuam de certa forma como investidores neste segmento, **nossa sugestão é que o Artigo 2º item VII seja alterado para “VII – investidor líder: pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência de investimento nos termos do art. 36, contratada para exercer as atividades elencadas no art. 35 no âmbito do sindicato de investimento participativo.”**

Ainda, o Artigo 37, §2º, item I, poderia ser alterado para “I – receber qualquer espécie de remuneração ou benefício, direto ou indireto, por serviços prestados ao sindicato de investimento participativo, exceto pela taxa variável de desempenho em função do retorno dos valores mobiliários adquiridos pelo sindicato, a ser paga como despesa do sindicato, independentemente do valor mobiliário ofertado e uma taxa de avaliação de crédito, no caso de dívidas não passíveis de conversão em participação;

Da mesma forma, pensando não apenas em pessoas físicas mas também em pessoas jurídicas como possíveis investidores líderes, e em instrumentos de prazo mais curto, como dívidas (que podem ter *liquidez* em 1-2 anos, em comparação com 5+ anos para investimento em *equity*) algumas restrições propostas poderiam ser alteradas tanto na escala quanto na aplicação, por exemplo o Artigo 37 § 2º item III poderia ser alterado para “III – no caso de pessoas naturais, atuar em mais de 5 (cinco) sindicatos de investimento participativo por ano-calendário, incluindo todas as plataformas”.

Sendo esses os comentários que entendemos relevantes e pertinentes para o momento, subscrevemos agradecidos por sua atenção e sem mais para o momento,

Atenciosamente,



---

SITAWI Finanças do Bem  
Leonardo Letelier, CEO

---

*Carlos Augusto Junqueira*  
Souza, Cescon, Barriou & Flesch  
Advogados