

São Paulo, 06 de dezembro de 2016

À

**Comissão de Valores Mobiliários – CVM**

Rua Sete de Setembro, n.º 111 / 23º Andar  
Centro – Rio de Janeiro/RJ  
CEP 20050-901

At.: **SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM**  
Sr. Antonio Carlos Berwanger

(Via e-mail: [audpublicaSDM0616@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0616@cvm.gov.br))

**Ref.:** *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016 - Comentários e Sugestões*

---

Prezados Senhores,

Servimos-nos da presente para apresentar nossos comentários e sugestões ao Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016 ("Edital"), nos termos de seu item 5 e da PORTARIA/CVM/PTE/Nº 170 de 16 de outubro de 2014.

**A. INTRODUÇÃO**

A Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários da Comissão de Valores Mobiliários ("SDM" e "CVM", respectivamente) submeteu à audiência pública, nos termos do art. 8º, §3º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, uma minuta de instrução dispoendo sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores realizada com dispensa de registro, por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, e alterando dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº

510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013 ("Edital" e "Minuta da Instrução" ou "Norma").

Neste sentido, conforme estabelecido no Art. 11º da PORTARIA/CVM/PTE/Nº 170 de 16 de outubro de 2014, a CVM abriu prazo para encaminhamento das manifestações dos participantes do mercado de capitais brasileiro, nos termos do item 4 do Edital, a ser encerrado em 06 de novembro de 2016.

## **B. SUGESTÕES E COMENTÁRIOS À INSTRUÇÃO**

Considerando as informações dispostas acima, o escritório TozziniFreire Advogados apresenta abaixo os comentários à Minuta da Instrução, devidamente fundamentados, acompanhados por sugestões para a alteração do texto normativo em marcas de revisão.

Antes de mais nada, gostaríamos de parabenizar a CVM pela iniciativa de estudar, entender e regular o financiamento participativo.

Entendemos que o modelo de negócios das plataformas de financiamento participativo, que utiliza a tecnologia para aproximar empreendedores e investidores é de fundamental importância para corrigir duas situações culturais que atrapalham o desenvolvimento dos mercados de acesso no país.

De fato, fazer com que empreendedores adotem conceitos de governança corporativa desde a fundação de seus negócios e, além, permitir o acesso do poupador comum a opções de investimento em ações é espalhar a cultura do mercado de capitais no país, fazendo com que ele seja uma opção de financiamento desde os primeiros momentos da vida da empresa.

No cenário ideal a empresa que captou recursos através de *investment-based crowdfunding*, caso desenvolva seus negócios, tenderá a se financiar novamente nos mercados de acesso e assim sucessivamente até uma oferta no mercado principal da bolsa de valores.

Daí a grande importância do *investment-based crowdfunding* para a formação de uma cultura de mercado de capitais tanto do lado do empreendedor quanto do poupador.

E, tendo em vista essa grande oportunidade que a CVM abraça com tanta dedicação, temos que tomar o cuidado para não trazer uma regulamentação excessiva ao ponto de desestimular o funcionamento do mercado.

Os grandes pilares que definem o escopo dessa regra e que, de início, já reduzem a necessidade de ingerência do regulador ou de detalhes regulatórios de menor importância são os limites para investimento e do valor a ser captado, distribuídos no tempo de acordo com a minuta submetida a análise do mercado.

E, finalmente, entendemos que empreendedor é empreendedor, independentemente de seu tamanho. A capacidade de pôr em prática novas ideias e gerar empregos, tributos e fazer a economia girar independe do tamanho do empreendedor ou do grupo que faça parte.

Disponibilizar as plataformas de financiamento coletivo ao empreendedor serial, a empresas já estabelecidas do mercado imobiliário ou de outros setores contribui para a formação de um ambiente propício ao empreendedorismo e engajamento do financiador comum.

Assim sendo, passamos então a destacar os pontos que, na nossa opinião, merecem alguma consideração adicional por parte desta D. Autarquia:

## **1. Comentários ao “Capítulo I – Âmbito e Finalidade”**

### **1.1. Definição de Empreendedores de Pequeno Porte**

- Dispositivo: Artigo 2º, inciso III, definição “Empreendedor de Pequeno Porte”.
- Sugestão de alteração da norma: “III - Sociedade Empreendedora~~Empreendedor de pequeno porte~~: sociedade 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”
- Justificativa: O Edital, em seu item “2. Cenário atual e diretrizes gerais da regulamentação”, página 04, demonstra preocupação do legislador em relação à utilização pelas plataformas e emissores do dispositivo trazido pelo Artigo 5º, inciso III, da Instrução CVM n.º400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução CVM 400”) para a obtenção de dispensas de registros de ofertas públicas. Isso porque, tal norma exige que os emissores sejam “empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei”, o que nos remete à definição

trazida pela Lei Complementar n.º123, de 14 de dezembro de 2006 ("Lei Complementar 123"); e, com ela, a limitação do uso de sociedade por ações. Tendo em vista a preocupação da CVM em não mais exigir que a empresa emissora esteja restrita à definição encontrada na Lei Complementar 123; sugerimos a alteração da definição, para que na estrutura normativa brasileira não existam duas definições distintas para o conceito de "pequeno porte".

- Observações Adicionais: A alteração na definição de Empreendedores de Pequeno Porte ensejará a necessidade de alteração no uso do termo nos demais pontos da minuta em que aparece.

### **1.2. Limitação da Receita Bruta Consolidada Anual da Empresa Emissora, tendo em vista seu Grupo Econômico**

- Dispositivo: Artigo 2º, parágrafo segundo.

Sugestão de alteração da norma: ~~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: Acreditamos que a proposta da norma para a limitação em R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), estendida a todo grupo econômico da Sociedade Empreendedora, originará uma significativa barreira à participação de SPE's inovadoras, como por exemplo, aquelas detidas por empreendedores em série ou do mercado imobiliário que podem e devem utilizar as opções de financiamento participativo para se capitalizarem e levar aos investidores opções de empreendedores com histórico positivo de geração de resultados ou possibilidades de ganhos com ações de setores específicos.

### **1.3. Atualização do Valor da Limitação da Receita Bruta Anual das Empresas Sujeitas à Norma**

- Dispositivo: Artigo 2º, inciso III, definição de Empreendedor de Pequeno Porte.
- Sugestão de alteração da norma: "III - Sociedade Empreendedora~~Empreendedor de pequeno porte~~: sociedade 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, atualizado anualmente Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, calculado e

[divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística](#), e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM.”

- Justificativa: Com o intuito de se evitar a problemática da desatualização dos valores fixados pela Norma; em consonância – inclusive - com o entendimento trazido pelo Edital em sua página 05 “valor fixado há uma década e que, no entendimento da CVM, merece ser revisado”; e, tendo em vista a velocidade típica deste tipo de negócio, sugerimos que o valor relativo à limitação da receita bruta anual das empresas sujeitas à norma seja atualizado periodicamente pela variação acumulada de índices de preço.
- Observações Adicionais: Na mesma linha de argumentação, sugerimos a previsão da atualização monetária em todas as referências normativas de valores em Reais, como, por exemplo, nos artigos 3.º e 4.º ao se referirem aos valores máximos de captação e limites de investimentos individuais.

#### **1.4. Permissão para Incorporação de Companhias**

- Dispositivo: Artigo 3º, inciso V, item “a”.
- Sugestão de alteração da norma: “V – os recursos captados pela [Sociedade Empreendedora](#)~~o empreendedor de pequeno porte~~, [deverão ser utilizadas exclusivamente para destinação relativa ao seu objeto social](#), ~~e não podem ser utilizados inclusive~~ para: a) fusão, incorporação, incorporação de ações e aquisição de participação em outras sociedades, [que contenham atividades semelhantes ou de mesma classificação das atividades da Sociedade Empreendedora](#);”
- Justificativa: Com o intuito de aproveitar o senso de oportunidade, muito urgente neste setor, solicitamos a alteração deste artigo para permitir que as Sociedades Empreendedoras possam adquirir empresas também recém constituídas no mesmo setor, acelerando a sua capacidade de desenvolvimento por meio da aquisição de bases externas de conhecimento. Ressaltamos que a experiência externa tem se consolidado no sentido de fazer captações de financiamento participativo justamente para obter o capital necessário ao crescimento por operações de fusões e aquisições, como importante ferramenta de alavancagem dos negócios das *startups* mais promissoras, que acabam seguindo a tendência de consolidação de mercado.

## **2. Comentários ao “Capítulo III – Informações da Oferta Pública de Valores Mobiliários Realizada por meio de Plataforma Eletrônica de Investimento Participativo”**

### **2.1. Possibilidade de Direcionamento da Oferta**

- Dispositivo: Artigo 8º, caput.
- Sugestão de alteração da norma: “A plataforma deve destinar uma página na rede mundial de computadores, em língua portuguesa, [acessível aos usuários cadastrados](#) ~~e sem restrições de acesso para o público em geral~~, com as seguintes informações mínimas (...)”
- Justificativa: Em razão da natureza disruptiva deste mercado, a confidencialidade é – em quase todos os casos - crucial para o sucesso das Sociedades Empreendedoras. É comum que os empreendedores busquem proteger as suas ideias, segredos industriais, plano estratégico, tecnologias e modelo de negócios, com o intuito de evitar a sua reprodução por concorrentes. E neste contexto é que o conceito de *full disclosure*, normalmente utilizados nas demais ofertas públicas, precisa ser relativizado em ofertas de *equity crowdfunding*. A obrigatoriedade de fornecer informações de forma indiscriminada, não só afasta o empreendedor, como expõe todo o mercado, em razão da impossibilidade de proteção da informação, bem primordial do setor. Assim, é proposto que o texto destacado acima seja retirado, permitindo que as Plataformas disponibilizem informações à um público previamente selecionado, em razão de seus interesses prévios em investimentos semelhantes.

A exigência de cadastro com o fornecimento de informações mínimas sobre o potencial investidor faz com que apenas pessoas que têm interesse legítimo em conhecer as oportunidades de investimento e que deixam à disposição da plataforma os seus dados de contato, possam ter acesso às informações das empresas ofertantes. Isso inibe a visualização de pessoas que não tenham interesse na participação na oferta, mas apenas de conhecer informações detalhadas de um concorrente.

Além disso, o direcionamento da oferta de acordo com o perfil ou manifestação de interesse do usuário cadastrado se alinha aos conceitos de *suitability* existentes em outras normas dessa Comissão.

### **2.2. Ambientes de Divulgação da Oferta**

- Dispositivo: Artigo 11º, caput.
- Sugestão de alteração da norma: ~~"A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente no ambiente eletrônico da plataforma, sendo vedadas ao empreendedor de pequeno porte e ao investidor líder a promoção e a divulgação da oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma."~~
- Justificativa: Uma das maiores revoluções proporcionadas pela tecnologia no último século foi a alteração da forma de comunicação entre os indivíduos, causando inclusive transformações na percepção do tempo e espaço da sociedade. O advento das redes sociais na internet criou um novo padrão cultural de divulgação de informações e de integração em todas as esferas da sociedade. Desta forma, a restrição do meio de comunicação em ofertas públicas, e em especial neste setor econômico, tão sensível a inovações, nos parece um contrassenso trazido por esta Instrução. Neste sentido, e em linha com o texto da Seção III desta Instrução, sugerimos a exclusão do texto grifado e a consequente possibilidade de disponibilização das informações das ofertas por todos os meios de comunicação, sobretudo redes sociais, desde que contenham *links* para o endereço da plataforma onde constam as informações exigidas pela Norma.

### **3. Comentários ao "Capítulo IV – Autorização para Prestação de Serviço de Plataforma Eletrônica de Investimento Participativo"**

#### **3.1. Patrimônio Mínimo Exigido para as Plataformas**

- Dispositivo: Artigo 13º, parágrafo 1º, inciso I.
- Sugestão de alteração da norma: ~~"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: nos termos do texto da audiência pública, a exigência de capital mínimo buscou garantir condições de manutenção de sistemas e controles internos de forma a atender as exigências da norma a ser introduzida. No entanto, tal requisito não se demonstra como uma solução eficaz para atingir o objetivo da norma. Isso porque a adoção do capital mínimo poderia restringir o acesso ao mercado de plataformas, facilitando a existência de um monopólio no setor, além de não garantir que as condições sejam atendidas. Ademais, lembramos que as plataformas, em essência, são apenas veículos de disseminação das informações e

intermediação dos investimentos, não expondo seu capital nas operações, nem tomando riscos para a sua realização.

- Alternativamente a retirada do inciso, sugerimos que o valor sugerido seja relativo não ao seu patrimônio líquido, mas aos investimentos recebidos desde sua fundação, conforme o texto a seguir: “I – possuir capacidade econômico-financeira compatível com as operações a serem desempenhadas, e comprovar o investimento mínimo de R\$100.000,00 (cem mil reais) em instalações, recursos humanos, equipamentos e tecnologias para garantir o perfeito atendimento aos demais incisos deste parágrafo.”

### **3.2. Requisitos dos Administradores e Sócios das Plataformas**

- Dispositivo: Artigo 13º, parágrafo 2º.
- Sugestão de alteração da norma: “§ 2º Os administradores ~~e-sócios~~ da plataforma devem atender aos seguintes requisitos: (...). / [§ 3º Aplicam-se aos sócios da plataforma, os requisitos exigidos nos incisos II a V do parágrafo acima.](#)”
- Justificativa: Não encontramos precedentes que justifiquem a obrigatoriedade de residência no Brasil para participar do capital social de uma companhia que vise desenvolver as atividades de plataforma eletrônica de investimento participativo. Ao nosso entendimento, tal limitação seria um contrassenso tanto (a) ao direito de acesso do investidor estrangeiro à economia nacional, que apenas poderia ser restringido em sede de Lei Ordinária, nos termos do Artigo 172 da Constituição Federal; quanto (b) a toda nossa sistemática constitucional, que se baseia no princípio isonômico genérico trazido pelo art. 5º, caput, da Constituição. Por fim, é importante ressaltar que, ainda que a participação estrangeira no capital das instituições financeiras seja restrita, nos termos do artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias de 1988, tal restrição não poderia ser aplicada às plataformas, já que estas claramente não fazem parte das instituições integrantes do sistema financeiro, como bem explica o legislador, no 3º parágrafo da página 15 deste Edital de Audiência Pública.

## **4. Comentários ao “Capítulo V – Regras de Conduta das Plataformas Eletrônicas de Investimento Participativo”**

### **4.1. Dever de Diligência das Plataformas**

- Dispositivo: Artigo 19º, inciso VI.
- Sugestão de alteração da norma: “VI – manter um fórum eletrônico de discussão para cada oferta ~~sem restrições de acesso para o público em geral~~ em que seja possível [aos usuários cadastrados](#) encaminhar dúvidas, solicitar informações adicionais, manifestar opiniões a respeito da oferta ou do empreendedor de pequeno porte, e interagir por meio eletrônico com os demais interessados na oferta”
- Justificativa: Em linha com o comentário realizado no item 2.1 acima, a obrigatoriedade da manutenção de um ambiente de discussões, sem qualquer possibilidade de restrição de acesso para o público em geral, é incoerente com a natureza disruptiva do mercado, razão pela qual sugerimos que as Plataformas possam disponibilizar informações a um público previamente selecionado, em razão de seus interesses prévios em investimentos semelhantes.

#### **4.2. Disponibilização das Informações pela Plataforma**

- Dispositivo: Artigo 21.
- Sugestão de alteração da norma: “Art. 21. A plataforma deve divulgar as informações previstas no art. 20 para os investidores que tenham adquirido os valores mobiliários ofertados em até 2 (dois) dias úteis após o seu recebimento, [sendo permitida a disponibilização por meio de link que direcione os investidores diretamente às informações prestadas no site das Sociedades Empreendedoras.](#)”
- Justificativa: Como bem explica a CVM, para que o *investment-based crowdfunding* possa desempenhar um papel efetivo como alternativa de financiamento de empresas em estágio inicial é necessário que os custos relacionados à oferta sejam os mais baixos possíveis. Neste sentido, a hospedagem de um grande número de informações no site das plataformas poderá representar um custo significativo para estes *players*, o que poderia ser facilmente diluído pela possibilidade de hospedagem nos diferentes sites das Sociedades Empreendedoras, sem, contudo, trazer prejuízo informacional ao investidor.

#### **4.3. Material Didático**

- Dispositivo: Artigo 25, inciso I.

- Sugestão de redação da norma: “Art. 25. I – [Em linhas gerais, os procedimentos aplicáveis às ofertas conduzidas na plataforma, incluindo a forma de manifestação da intenção de investimentos, o papel do valor alvo de captação, as formas de comunicação e os prazos para depósito, do que se trata o mecanismo de lote adicional, dentre outras informações relevantes sobre o ambiente de negócios da plataforma.](#)
- Justificativa: Neste ponto, entendemos ser necessários esclarecer que o material com conteúdo didático descrito no Artigo 25, I da norma, não se confunde com as informações a serem prestadas em razão das exigências contidas no Artigo 8º. Neste sentido, sugerimos esclarecer que o referido material deverá versar sobre as operações realizadas neste mercado, de maneira ampla, não se restringindo à oferta em realização no momento de sua divulgação. É como se fosse um manual de operações.

#### **4.4 Sindicatos**

- Dispositivo: Artigo 32, parágrafos 1.º e 3.º e artigo 34.
- Sugestão de redação da norma:

Parágrafo 1.º - O sindicato de investimento participativo deve ser constituído como Sociedade de Propósito Específico – SPE [ou Sociedade em Conta de Participação – SCP, em que uma sociedade limitada, controlada pelo investidor líder a que se refere a seção II deste Capítulo, atue como sócia ostensiva e os demais investidores que aderirem ao sindicato atuem como sócios participantes.](#)

Parágrafo 3.º- A SPE deverá estar regularmente constituída, com seus atos constitutivos registrados no registro público competente. [No caso de utilização de SCP, todos os sócios participantes deverão ser signatários de seu contrato social.](#)

Artigo 34 – A plataforma e a SPE [ou SCP, conforme o caso](#), que constituem o sindicato de investimento participativo devem estabelecer relação contratual previamente à realização da oferta, para assegurar o custeio das atividades relacionadas ao funcionamento do sindicato.

Justificativa: A utilização das sociedades em conta de participação, na forma prevista nos artigos 991 a 996 do Código Civil facilitaria de forma relevante e reduziria os custos de formação do sindicato. Uma sociedade limitada, controlada pelo investidor líder seria responsável pelas relações com terceiros, inclusive no contexto da oferta; e os sócios participantes teriam relação (deveres e obrigações) apenas com o sócio ostensivo. A sociedade

limitada controlada pelo investidor líder poderia ser sócia ostensiva em mais de um sindicato, tendo em vista que a SCP não teria qualquer outra atividade a não ser a participação na oferta, não criando responsabilidades outras, como relações contratuais com terceiros que não seja a plataforma no contexto de um investimento. A SCP não teria empregados, sede social ou qualquer outra obrigação em seu nome. Para fins tributários a SCP é considerada uma entidade separada da figura de seus sócios com inscrição própria no CNPJ.

Esperamos com esse trabalho poder contribuir para o aperfeiçoamento do regime regulatório e colocamo-nos à disposição dessa D. autarquia para quaisquer esclarecimentos que possam ser necessários.

Atenciosamente,

**TozziniFreire Advogados**