

São Paulo, 6 de dezembro de 2016

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM  
Comissão de Valores Mobiliários – CVM  
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
Rio de Janeiro - RJ

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 06/16

Prezados Senhores,

**VAZ, BARRETO, SHINGAKI E OIOLI ADVOGADOS** (“VBSO”) vem pela presente submeter à apreciação de V.Sas. sugestões e comentários à minuta de Instrução (“Minuta”) proposta pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) para regulação da oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo (“Investment-Based Crowdfunding”), no âmbito da Audiência Pública SDM nº 06/16 (“Audiência”), conforme abaixo:

**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 06/16**

COMENTÁRIOS REFERENTES À MINUTA		
Assunto	Redação da Minuta	Proposta e Comentários
Prazo máximo de captação do valor	<i>Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedor de pequeno porte realizada nos termos desta</i>	Entendemos que a adoção do prazo de 90 (dias) como limite máximo para que o empreendedor de pequeno porte possa proceder à captação de intenções de

<p>alvo.</p>	<p><i>Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos:</i></p> <p><i>I – existência de valor alvo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 90 (noventa) dias, que devem ser previamente definidos;</i></p>	<p>investimento que atinjam o valor alvo da oferta não se coaduna com a natureza do emissor que acessará o mercado de capitais via <i>Investment-Based Crowdfunding</i>.</p> <p>Tendo em vista o fato de que a regulação em comento visa a atingir especialmente empresas que estejam em seus estágios iniciais de desenvolvimento e sem grande apelo comercial ao público, entendemos que as empresas necessitarão de um período maior para que os investidores acessem a oferta e que o valor alvo seja atingido.</p> <p>Por esse motivo, sugerimos que o prazo da oferta seja limitado a até 180 (cento e oitenta) dias, respeitando o montante global e o intervalo entre duas ofertas já fixados na Minuta. Referido prazo, inclusive, seria consistente com o prazo da oferta pública realizada nos termos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, bem como a referência semestral utilizada pelo artigo 8º, §2º, da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.</p>
<p>Informações sobre a destinação e a forma de uso dos recursos captados.</p>	<p><i>Seção 2. Informações sobre o plano de negócios:</i></p> <p><i>a) o objetivo do negócio;</i></p> <p><i>b) os principais produtos ou serviços oferecidos;</i></p> <p><i>c) o público alvo do negócio;</i></p> <p><i>d) a região de atuação;</i></p> <p><i>e) o propósito da oferta;</i></p> <p><i>f) a destinação e a forma de uso dos recursos captados;</i></p> <p><i>g) o faturamento mensal e anual estimado; e</i></p> <p><i>h) outras informações consideradas relevantes.</i></p>	<p>Consideramos que um dos elementos essenciais para a tomada de decisão de possíveis investidores no âmbito de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários é a informação, transparente e detalhada, a respeito da destinação e da forma de uso dos recursos captados.</p> <p>Em face disso, sugerimos que o item “f)” do Anexo 8 seja tratado pela Minuta, naquilo que for aplicável, nos termos do item 3.5 e seguintes do Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, isto é, que sejam exigidos o detalhamento e a transparência adequados sobre a destinação</p>

		dos recursos captados.
Funcionamento da conta bloqueada e segregada.	<p><i>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:</i></p> <p><i>§ 1º Os depósitos mencionados no inciso IV devem ser realizados em conta corrente bloqueada mantida em instituição financeira e segregada das contas do empreendedor de pequeno porte e da plataforma.</i></p>	<p>No tocante à conta em que serão realizados os depósitos mencionados no art. 5º, inciso IV, da Minuta, entendemos, em linha com a manifestação da CVM, que, devido ao fato de não ser a plataforma uma instituição financeira, deve haver vedação ao trânsito de recursos dos investidores por contas de sua titularidade.</p> <p>Não obstante, julgamos que a forma por meio da qual a Minuta trata o assunto não evidencia explicitamente como será o funcionamento da referida conta, isto é, quem deve ser seu titular e quais serão os limites de seu bloqueio e segregação.</p>
Definição de cooferta.	<p><i>Art. 32. É admitida a cooferta de sindicato de investimento participativo nas ofertas públicas de distribuição de empreendedor de pequeno porte, realizadas nos termos desta Instrução.</i></p>	<p>Inferimos do edital da Audiência que a “cooferta” mencionada no artigo em tela corresponde à emissão de títulos, pelo sindicato constituído sob a forma de Sociedade de Propósito Específico (“<u>SPE</u>”), simultaneamente à oferta dos títulos emitidos pelo empreendedor de pequeno porte.</p> <p>Entretanto, não há, na Minuta, disposições destinadas a definir o termo, tampouco disposições das quais seja possível inferir seu conceito. Assim, não ficou evidente qual é o significado do termo e, por conseguinte, qual o enquadramento objetivado pela CVM.</p> <p>À vista disso, sugerimos que seja atribuída a definição do termo na forma apresentada pelo edital da Audiência, ou seja, que haja disposição expressa no sentido de que a cooferta deve espelhar a oferta do empreendedor de pequeno porte - e que seu conceito seja constante do art. 2º da Minuta.</p>

<p>Possibilidade de cooferta de quotas, ações e de outras formas de participações nos sindicatos.</p>	<p><i>Art. 33. A cooferta pública de sindicato de investimento participativo para investimento indireto no empreendedor de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM.</i></p> <p><i>Parágrafo único. É vedada a cooferta de quotas, ações ou de qualquer outra forma de participação na SPE que constitui o sindicato de investimento participativo, nos termos do art. 32, § 1º.</i></p>	<p>Considerando o fato de que os títulos coofertados pelos sindicatos, constituídos sob a forma de SPEs, devem ou deveriam em certa medida refletir as condições dos títulos emitidos pelo empreendedor de pequeno porte, entendemos que a vedação à emissão de quotas, ações ou de qualquer outra forma de participação na SPE limita as possibilidades de investimento dos sindicatos.</p> <p>Partindo desse pressuposto e aliados à iminência dos sindicatos enquanto atores significativos no desenvolvimento do <i>Investment-Based Crowdfunding</i>, sugerimos que referida vedação seja excluída da versão final da Minuta a fim de que não sejam limitadas as alternativas de investimento.</p>
<p>Vinculação da intenção de participação na oferta</p>	<p><i>Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedor de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos:</i></p> <p><i>III – a manifestação da intenção de investimento não deve ser vinculante, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades;</i></p>	<p>A estrutura da oferta de valores mobiliários proposta na Minuta determina que (i) a partir da data em que o montante total das intenções de investimento atingir o valor alvo da oferta, os investidores que manifestaram intenção de investimento podem ser comunicados para realizar o depósito das quantias correspondentes em 5 (cinco) dias úteis; (ii) a manifestação da intenção de investimento não é vinculante; e (iii) não é admitida a distribuição parcial caso o montante final depositado pelos investidores seja inferior ao valor alvo de captação.</p> <p>Como as ofertas de que trata a minuta serão destinadas a um público de varejo, é factível que uma considerável parte dos investidores que manifestem intenção de investimento não efetivem o depósito das quantias correspondentes.</p> <p>Assim, é muito provável de que várias das ofertas que atinjam o valor alvo de intenções de investimento não sejam liquidadas por ausência de depósitos em volume suficiente.</p> <p>Em razão disso, sugerimos que a manifestação dos investidores em relação às</p>

		<p>ofertas tenham caráter vinculante.</p> <p>Ainda, entendemos que a melhor forma de efetivar tal caráter vinculante é por meio da realização do depósito de valores, pelos investidores, no momento da adesão, com a possibilidade de aplicação de tais valores em ativos de baixo risco até o atingimento do valor alvo e sua transferência aos empreendedores de pequeno porte.</p>
<p>Comunicação aos investidores sobre o prazo para realizar o depósito das quantias correspondentes.</p>	<p><i>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:</i></p> <p><i>IV – 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;</i></p>	<p>Devido ao fato de os negócios relativos ao investimento serem captados e administrados pelo empreendedor de pequeno porte, entendemos que cabe somente a ele definir qual o momento adequado para que os investidores procedam aos depósitos das quantias que intencionaram. Em razão disso, sugerimos a alteração do art. 5º, inciso IV, da Minuta nos termos da seguinte redação:</p> <p><i>IV – a partir da data em que o montante total das intenções de investimento atingir o valor alvo da oferta, o <u>empreendedor de pequeno porte poderá solicitar à plataforma que esta comunique, [grifo nosso] 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</u></i></p>
<p>Possibilidade de emissão de quotas de sociedades limitadas.</p>	<p><i>Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedor de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos:</i></p> <p><i>§ 7º Na hipótese de o empreendedor de pequeno porte ser sociedade limitada, os seguintes requisitos também devem ser observados:</i></p>	<p>Haja vista o elucidado no próprio edital da Minuta, a captação pública de valores mobiliários por meio de <i>Investment-Based Crowdfunding</i>, utilizando-se das dispensas concedidas pela CVM, só vem sendo utilizada atualmente por sociedades limitadas.</p> <p>No entanto, discordamos da posição da CVM no sentido de que esta não é a forma societária mais adequada para receber um grande número de sócios, especialmente em se tratando de empreendedores de pequeno porte, que</p>

	<p><i>I – o capital social deve estar totalmente integralizado antes da realização da oferta; e</i> <i>II – a oferta não pode ser de quotas da sociedade.</i></p>	<p>difícilmente dispõem de recursos financeiros suficientes para se constituírem, e assim se manterem, sob forma de sociedades anônimas.</p> <p>Diante desses fatos, nossa sugestão é de que a vedação instituída por meio do art. 3º, § 7º, inciso II, seja excluída da versão final da Minuta, permanecendo como requisito para empreendedores de pequeno porte constituídos sob a forma de sociedade limitada somente a integralização total do capital antes da realização da oferta. Adicionalmente, esta CVM poderia impor condições a serem atendidas pelas sociedades limitadas para a captação de recursos por meio deste mecanismo de dispensa, como, por exemplo, divulgação de fato relevante e divulgação das demonstrações financeiras auditadas em sítio eletrônico.</p>
<p>Condição das controladoras e coligadas enquanto entidades integrantes do conjunto a ser considerado na composição da receita bruta anual do empreendedor de pequeno porte.</p>	<p><i>Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:</i></p> <p><i>III – 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;</i></p> <p><i>§ 2º 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</i></p>	<p>Não obstante o fato de ser direcionada a empresas que estejam em seus estágios iniciais de desenvolvimento de negócios, assim como a <i>startups</i> de variados portes, entendemos que a versão final da Minuta não deve impedir que, em determinadas situações de eventualidade, empreendedores de pequeno porte vinculados a grandes grupos econômicos não possam optar pela emissão de valores mobiliários no âmbito do <i>Investment-Based Crowdfunding</i> enquanto alternativa a modalidades mais tradicionais de ofertas públicas, como as regulamentadas pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, e pela Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.</p> <p>Nesse sentido, entendemos que considerar o conjunto de entidades controladoras e/ou coligadas ao emissor para fins do cálculo de sua receita bruta anual configuraria, na prática, um limite ao acesso de tais emissores ao</p>

	(dez milhões de reais).	mercado de capitais via <i>Investment-Based Crowdfunding</i> .  Assim, sugerimos que o §2º do art. 2º seja excluído da versão final da Minuta.
--	-------------------------	--

2. Esperamos que nossas sugestões possam contribuir positivamente para o aperfeiçoamento da regulação do *Investment-Based Crowdfunding* e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, para o qual o trabalho dessa D. Autarquia tem sido de inestimável importância.

Aproveitamos a oportunidade para renovar nossos protestos de estima e consideração.

Atenciosamente,

**VAZ, BARRETO, SHINGAKI E OIOLI ADVOGADOS**