

São Paulo, 5 de dezembro de 2016

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

At.: **Superintendência de Desenvolvimento de Mercado**

(por “e-mail”: audpublicaSDM0616@cvm.gov.br)

Ref.: Sugestões para aprimoramento da minuta de Instrução CVM que busca regular a oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada com dispensa de registro por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo (“Crowdfunding”)

Prezados Senhores,

atendendo ao disposto no Edital de Audiência Pública SDM nº 6/2016, vimos por meio desta apresentar nossas sugestões em referência, esperando que tais sugestões possam se mostrar úteis à revisão e finalização da minuta veiculada por referido Edital.

Nossas sugestões são apresentadas no **Anexo Único**, por meio de quadro comparativo, no qual, para melhor visualização de nossas sugestões, colocamos lado a lado as disposições propostas pela para a Instrução CVM em audiência e as disposições tal como ficariam com as sugestões ora apresentadas, bem como, na coluna final, quando aplicável, comentários a respeito dessas sugestões.

Aproveitamos a oportunidade para parabenizar a CVM pela iniciativa e por buscar o diálogo com os agentes do mercado para regulação de uma nova sistemática de oferta pública que se mostra de suma importância para a nova realidade brasileira no que tange a mecanismo com grande potencial de contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Sendo o que nos cumpria para o momento, colocamo-nos à disposição.

Atenciosamente,

Emerson Drigo da Silva

Mariana Meirelles Carregaro

Anexo Único – Comentários relativos à Instrução CVM proposta no Edital de Audiência Pública nº 06/16

Redação Atual	Nova Redação	Comentários/Sugestões
<p>Art. 1º Esta Instrução regula a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo e tem por fim assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte destes empreendedores.</p> <p>§ 1º Não se aplica à oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução a regulamentação específica sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.</p> <p>§ 2º Esta Instrução não regula a atividade de</p>	<p>Art. 1º Esta Instrução regula a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo e tem por fim assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte destes empreendedores.</p> <p>§ 1º Não se aplica à oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução a regulamentação específica sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.</p> <p>§ 2º Esta Instrução não regula a atividade de</p>	<p><i>Pelo exposto no edital, acreditamos que neste</i></p>

<p>empréstimos concedidos por pessoas físicas a pessoas físicas ou jurídicas por meio da rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico, que não envolva a emissão de valores mobiliários.</p> <p>Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:</p> <p>I – captação de recursos por meio de investimento participativo (investment-based crowdfunding): oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados empreendedores de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução;</p>	<p>empréstimos <u>e doações</u> concedidos por pessoas físicas a pessoas físicas ou jurídicas por meio da rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico, que não envolva a emissão de valores mobiliários.</p> <p>Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:</p> <p>I – captação de recursos por meio de investimento participativo (investment-based crowdfunding): oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados empreendedores de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento; nos <u>limites previstos nesta Instrução;</u></p>	<p><i>Artigo 1º também se deva fazer exceção a "doações".</i></p> <p><i>A imposição de limites que possam ser aplicados em "crowdfunding" para investidores individuais poderia levar ao enxugamento do volume de recursos disponíveis para investimento no Mercado. Alternativamente à exclusão do trecho em destaque ora sugerida, acreditamos que seria útil a adoção de limite superior àquele proposto no Art. 4º abaixo, bem como que referido limite se referisse a cada investimento em "crowdfunding" ("por empresa investida") e não a um limite anual para todos os investimentos em</i></p>
--	--	---

<p>(...)</p> <p>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;</p> <p>IV – patrimônio líquido de investimento: valor disponível para aplicação pelo investidor, considerando os montantes investidos nos mercados financeiros e de valores mobiliários e desconsiderando coisas móveis e imóveis de propriedade do investidor;</p>	<p>(...)</p> <p>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 <u>ou no ano em que tiver lugar a oferta</u> e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM;</p> <p>IV – patrimônio líquido de investimento: valor disponível para aplicação pelo investidor, considerando os montantes investidos nos mercados financeiros e de valores mobiliários e desconsiderando coisas móveis e imóveis de propriedade do investidor;</p>	<p><i>“crowdfunding” mantidos pelo investidor individual.</i></p> <p><i>A inclusão ora proposta deve-se ao fato de que a sociedade investida pode ter sido constituída no mesmo exercício em que se realizar a oferta.</i></p> <p><i>A definição parece ser imprecisa e conter conceitos desnecessários. Com efeito, se se trata de valor disponível “considerando os montantes investidos nos mercados financeiros e de valores mobiliários”, não parece ser necessária a exclusão, destes, de “coisas móveis e imóveis”. Além disso, aparentemente, trata-se aqui de critério que se prestará a limitar o montante que poderia ser investido, o que nos parece criar</i></p>
--	--	--

<p>V – renda bruta anual: soma dos rendimentos recebidos pelo investidor durante o ano-calendário e constantes da sua declaração de ajuste anual do imposto de renda, incluído os rendimentos tributáveis, isentos e não tributáveis, tributáveis exclusivamente na fonte ou sujeitos à tributação definitiva;</p> <p>(...)</p> <p>§ 3º Para fins de apuração dos limites</p>	<p>V – renda bruta anual: soma dos rendimentos recebidos pelo investidor durante o ano-calendário e constantes da sua declaração de ajuste anual do imposto de renda, incluído os rendimentos tributáveis, isentos e não tributáveis, tributáveis exclusivamente na fonte ou sujeitos à tributação definitiva;</p> <p>(...)</p> <p>§ 3º Para fins de apuração dos limites</p>	<p><i>restrições indesejáveis ao pleno desenvolvimento desta modalidade de captação de recursos. Neste sentido nossa sugestão de, em princípio, excluir este item ou, caso se opte por sua manutenção, revê-lo de forma a torná-lo mais simples, claro e direto.</i></p> <p><i>Tendo em vista a dispensa de registro da oferta na CVM, parece-nos que seria de difícil verificação, por esta, as informações aqui definidas, em especial tendo em vista o direito ao sigilo fiscal garantido ao contribuinte pela legislação pátria. Neste sentido nossa sugestão de exclusão deste item, dentre outros que se prestam a impor limitações ao investimento individual admitido em “crowdfunding”.</i></p> <p><i>Este dispositivo parece-nos ser de difícil</i></p>
---	---	---

dispostos nesta Instrução, na hipótese de extinção de sociedade que tenha realizado ofertas dispensadas de registro nos termos desta Instrução, e que a exploração da respectiva atividade seja continuada por qualquer sócio remanescente, ou seu espólio, sob a mesma ou outra razão social, ou sob firma individual, o sucessor será considerado como o mesmo empreendedor de pequeno porte;

(...)

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 – existência de valor alvo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de

~~dispostos nesta Instrução, na hipótese de extinção de sociedade que tenha realizado ofertas dispensadas de registro nos termos desta Instrução, e que a exploração da respectiva atividade seja continuada por qualquer sócio remanescente, ou seu espólio, sob a mesma ou outra razão social, ou sob firma individual, o sucessor será considerado como o mesmo empreendedor de pequeno porte;~~

(...)

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 – existência de valor alvo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de

entendimento, além de se prestar à limitação do investimento individual em “crowdfunding”, o que, como antes observado, pode levar ao enxugamento do volume de recursos disponíveis para investimento no Mercado. Neste sentido nossa sugestão de que seja excluído da minuta.

Noventa dias pode se mostrar um prazo excessivamente curto para a obtenção dos

<p>reais), e de prazo de captação não superior a 90 (noventa) dias, que devem ser previamente definidos;</p> <p>(...)</p> <p>§ 7º Na hipótese de o empreendedor de pequeno porte ser sociedade limitada, os seguintes requisitos também devem ser observados:</p> <p>(...)</p> <p>II – a oferta não poder ser de quotas da sociedade.</p>	<p>reais); e de prazo de captação não superior a 90 (noventa) dias, que devem ser previamente definidos, <u>conforme as características específicas do respectivo negócio</u>;</p> <p>(...)</p> <p>§ 7º Na hipótese de o empreendedor de pequeno porte ser sociedade limitada, os seguintes requisitos também devem ser observados:</p> <p>(...)</p> <p>II – a oferta não poder ser de quotas da sociedade.</p>	<p><i>recursos requeridos pelo negócio, em especial tendo em vista se tratar de investimento em “start ups” que apresentem riscos elevados. Neste sentido, nossa sugestão seria no sentido de deixar a cada ofertante a estipulação do prazo máximo de captação/validade da oferta, de acordo com as características específicas de seu negócio. De outro lado, caso a CVM considere adequado estipular na regulação um prazo máximo de captação, sugerimos a ampliação desse prazo para ao menos 180 (cento e oitenta) dias.</i></p> <p><i>A exclusão deste dispositivo ora sugerida deve-se à dificuldade de sua implementação. Com efeito, que direitos societários poderiam</i></p>
---	---	---

<p>Art. 4º O montante total aplicado por investidor em valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução fica limitado a R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, exceto no caso de investidor:</p> <p>(...)</p>	<p>Art. 4º O montante total aplicado por investidor em valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução fica limitado a R\$ 10.000,00 (dez mil reais) por ano-calendário, exceto no caso de investidor:</p> <p>(...)</p>	<p><i>ser ofertados por uma sociedade limitada senão suas quotas (em que se divide, nos termos da lei, seu capital social)? Opções de subscrição futura de capital, após transformação em S.A.? Ou teria antes de se transformar em S.A., para então emitir ações? Tal hipótese deveria ser prevista na oferta? Como se vê, esta disposição parece ser incompatível com os objetivos da regulação proposta pela CVM, já que no Edital se declara a possibilidade de que a “start up” a estrutura de qualquer tipo societário.</i></p> <p><i>A limitação de investimento permitido, em especial a limitação por investidor (e não por “start up” investida), tende a limitar o volume total de valores disponíveis para investimento no Mercado, levando à falta de liquidez disponível para este tipo de oferta e, no limite, a restrições indesejáveis à expansão de novos negócios baseados neste modelo de oferta. Com efeito, não vemos em que a imposição de</i></p>
---	---	---

<p>Parágrafo único. Para fins do cumprimento do limite estabelecido neste artigo, a plataforma deve:</p> <p>(...)</p> <p>III – obter declaração do investidor atestando que, quando somado a outros valores previamente investidos no ano-calendário em ofertas dispensadas de registro nos termos desta Instrução por meio de outras plataformas, o montante a ser investido na oferta não ultrapassa:</p> <p>a) R\$ 10.000,00 (dez mil reais), no caso dos investidores citados no caput; ou</p> <p>b) 10% (dez por cento) da renda bruta anual ou do patrimônio líquido de investimento, no caso dos investidores citados no inciso II do caput.</p>	<p>Parágrafo único. Para fins do cumprimento do limite estabelecido neste artigo, a plataforma deve:</p> <p>(...)</p> <p>III – obter declaração do investidor atestando que, quando somado a outros valores previamente investidos no ano-calendário em ofertas dispensadas de registro nos termos desta Instrução por meio de outras plataformas, o montante a ser investido na oferta não ultrapassa:</p> <p>a) R\$ 10.000,00 (dez mil reais), no caso dos investidores citados no caput; ou</p> <p>b) 10% (dez por cento) da renda bruta anual ou do patrimônio líquido de investimento, no caso dos investidores citados no inciso II do caput.</p>	<p><i>quotas de investimento possa trazer benefícios aos investidores. Além disso, o controle da limitação que aqui se pretende impor por meio de mera declaração entregue pelo investidor individual à plataforma: (i) dificulta o controle de referido limite (e do respeito a este) pela CVM; e, portanto, (ii) não parece atender ao objetivo que levaria à limitação pretendida, já que não impede a realização de declaração inverídica pela investidor e não oferece a este proteção efetiva em relação a potenciais perdas em seu investimento. Neste sentido, nossa sugestão, aqui, é de que este item seja suprimido. De outro lado, caso a CVM considere imprescindível a imposição de limite para o investimento em “crowdfunding”, acreditamos que seria útil a adoção de limite superior àquele proposto no Art. 4º abaixo, bem como que referido limite se referisse a cada investimento em “crowdfunding” (“por empresa investida”) e não a um limite anual</i></p>
---	--	---

<p>Art. 9º O endereço na rede mundial de computadores com as informações essenciais sobre a oferta pública deve ser mantido em operação e disponível sem restrições de acesso para o público em geral por, no mínimo, 5 (cinco) anos para todas as ofertas realizadas, inclusive as que não lograrem êxito por não terem atingido o valor alvo de captação.</p> <p>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.</p>	<p>Art. 9º O endereço na rede mundial de computadores com as informações essenciais sobre a oferta pública deve ser mantido em operação e disponível sem restrições de acesso para o público em geral por, no mínimo, 5 (cinco) anos <u>a partir da efetivação do investimento resultante da oferta, nos termos do Art. 5º, inciso V, letra 'a', acima.</u> para todas as ofertas realizadas, inclusive as que não lograrem êxito por não terem atingido o valor alvo de captação.</p> <p>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.</p>	<p><i>para todos os investimentos em “crowdfunding” mantidos pelo investidor individual.</i></p> <p><i>Para as ofertas que não lograrem êxito e acabarem canceladas, não nos parece fazer sentido a manutenção de informações “on line” durante prazo tão longo (cinco anos). Daí nossa sugestão destacada ao lado.</i></p>
---	---	---

<p>§ 1º A plataforma deve atender aos seguintes requisitos:</p> <p>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);</p> <p>II – dispor de organização administrativa e recursos humanos suficientes para a adequada prestação de seus serviços;</p> <p>(...)</p>	<p>§ 1º A plataforma deve atender aos seguintes requisitos:</p> <p>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);</p> <p>II – dispor de organização administrativa e recursos humanos suficientes para a adequada prestação de seus serviços;</p> <p>(...)</p>	<p><i>Quais os critérios de aferição de “capacidade econômico-financeira compatível com as operações a serem desempenhadas”?</i></p> <p><i>Acreditamos que a mera exigência de PL mínimo já seria suficiente para os fins declarados da Instrução proposta, além de se tratar de critério claro e objetivo, menos passível de questionamento pelos regulados.</i></p> <p><i>Este critério também parece impreciso, dando margem a interpretações subjetivas e, com isto, a questionamentos, inclusive na esfera judicial, em caso de negativa do registro requerido. Neste sentido, acreditamos que este item deveria ser suprimido.</i></p>
---	---	--

<p>Art. 16 O pedido de autorização para prestação dos serviços de plataforma eletrônica de investimento participativo será indeferido caso:</p> <p>(...)</p> <p>III – a requerente não demonstre capacidade financeira e condições técnicas e operacionais necessárias ao exercício da atividade; ou</p> <p>(...)</p>	<p>Art. 16 O pedido de autorização para prestação dos serviços de plataforma eletrônica de investimento participativo será indeferido caso:</p> <p>(...)</p> <p>III – a requerente não demonstre capacidade financeira e condições técnicas e operacionais necessárias ao exercício da atividade; ou</p> <p>(...)</p>	<p><i>Ver observação feita ao Art. 13, § 1º, inciso I, acima.</i></p>
<p>Art. 25 A plataforma deve preparar um conteúdo didático visando orientar os interessados neste tipo de oferta e contendo informações sobre:</p> <p>(...)</p> <p>II – as restrições de investimento individuais,</p>	<p>Art. 25 A plataforma deve preparar um conteúdo didático visando orientar os interessados neste tipo de oferta e contendo informações sobre:</p> <p>(...)</p> <p>II – as restrições de investimento individuais,</p>	<p><i>Sugestão de que este inciso seja excluído, em</i></p>

<p>conforme o art. 4º desta Instrução;</p> <p>(...)</p> <p>XI – a ausência de obrigatoriedade de apresentação de demonstrações contábeis aos investidores e de exigência de auditoria independente das demonstrações;</p> <p>(...)</p>	<p>conforme o art. 4º desta Instrução;</p> <p>(...)</p> <p>XI – a ausência de obrigatoriedade de apresentação de demonstrações contábeis aos investidores e de exigência de auditoria independente das demonstrações;</p> <p>(...)</p>	<p><i>linha com as observações feitas no art. 4º acima.</i></p> <p><i>Pelo atual Código Civil (Lei nº 10.406/2002), mesmo sociedades limitadas devem, anualmente, levantar e colocar à disposição de (“apresentar a”) seus sócios (investidores) demonstrações contábeis, razão pela qual acreditamos que a primeira parte deste item não corresponde à realidade da legislação, devendo ser suprimida.</i></p>
--	--	---