



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 02/20 – Processo CVM SEI nº 19957.010197/2019-32

Objeto: Alterações normativas relativas à oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo (**crowdfunding** de investimento).

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM para sintetizar as sugestões recebidas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 02/20 e apresentar as respectivas respostas da CVM sobre elas¹.

A audiência teve como objeto minuta de instrução (“Minuta”) que propôs alterações na Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017, abrangendo os seguintes principais tópicos: (i) expansão dos limites aplicáveis a esta modalidade de oferta pública de distribuição de valores mobiliários; (ii) expansão das possibilidades de divulgação da oferta; (iii) proteção dos investidores; (iv) aprimoramento de mecanismos operacionais da oferta; (v) possibilidade de intermediação secundária pela plataforma; e (vi) rito de autorização das plataformas.

As manifestações recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores², razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida.

Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de resolução.

Tendo em vista a revisão e consolidação de atos normativos determinada pelo Decreto 10.139, de 19 de novembro de 2019, já estava prevista a substituição da Instrução CVM 588, por uma nova resolução, contendo ajustes pontuais que não acarretam alteração de mérito na norma.

¹ Este relatório é um documento de cunho meramente informativo e acessório à Resolução editada, cujo objetivo é facilitar a compreensão das conclusões da Autarquia em relação às sugestões recebidas.

² http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0220.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Para apresentar as sugestões recebidas, este relatório está organizado da seguinte forma:

1	Participantes da audiência pública	4
2	Comentários à Minuta.....	5
2.1	Expansão dos limites	5
2.1.1	Valor máximo de captação da oferta	6
2.1.2	Receita bruta máxima da sociedade emissora e do seu grupo econômico ...	10
2.1.3	Investimento individual máximo por investidor	15
2.2	Expansão das possibilidades de divulgação da oferta.....	16
2.2.1	Divulgação de ofertas pela CVM	16
2.2.2	Contratação de instituições integrantes do sistema de distribuição e assessores de investimento para distribuição da oferta pública	18
2.2.3	Divulgação da oferta por terceiros	19
2.2.4	Conteúdo máximo de informações	24
2.2.5	Outros comentários.....	25
2.3	Proteção dos investidores	26
2.3.1	Escrituração	26
2.3.2	Estrutura das plataformas	35
2.3.3	Regime informacional das sociedades empresárias de pequeno porte	40
2.4	Aprimoramento de mecanismos operacionais da oferta.....	52
2.4.1	Destinação dos recursos captados	52
2.4.2	Possibilidade de oferta de lote adicional	60
2.4.3	Possibilidade de ofertas secundárias, limitadas a 20% do total da oferta.....	60
2.4.4	Possibilidade de alteração das informações essenciais após o início da oferta	62
2.4.5	Possibilidade de os valores captados transitarem pelas contas da plataforma	64
2.5	Atuação da plataforma como intermediadora de transações subsequentes	67
2.5.1	Investidores elegíveis e questões informacionais.....	67
2.5.2	Esclarecimentos sobre o modelo proposto.....	74
2.5.3	Possibilidade de o emissor escolher a plataforma para atuar como intermediadora de transações subsequentes	77



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.5.4	Limitação aos ativos objeto da oferta pública	79
2.5.5	Histórico das transações realizadas (§ 5º, V, do art. 28, da Minuta)	80
2.5.6	Necessidade de limitação da venda de valores mobiliários pelo controlador ou investidor líder	80
2.5.7	Regra de transição	81
2.6	Rito de autorização das plataformas	82
3	Outros comentários à Instrução CVM 588.....	84
3.1	Ajuste na definição de investidor líder e possibilidade de busca de investidores	84
3.2	Alteração do valor alvo mínimo e do prazo máximo de captação	85
3.3	Ampliação do conceito de sociedade empresária de pequeno porte	87
3.4	Ampliação do número de ofertas dos veículos de investimento	90
3.5	Criação de duas classes distintas de investidores	92
3.6	Eliminação da vedação de promessa de rendimento predeterminado aos investidores	92
3.7	Investidores não residentes	92
3.8	Inclusão de informações sobre o sindicato de investimento participativo (seção 4)	93
3.9	Oferta de diferentes classes ou séries de valores mobiliários	93
3.10	Permissão para “auto investimento” e gestão dos recursos	94
3.11	Pool de distribuição dos valores mobiliários.....	96
3.12	Possibilidade de a plataforma oferecer outros produtos	96
3.13	Possibilidade de consulta prévia de viabilidade da oferta	98
3.14	Possibilidade de oferta de investimento participativo de CIC Hoteleiros.....	99
3.15	Prazos para desistência (art. 3º, III), transferência do montante final (art. 5º, V) e restituição integral dos valores investidos (art. 7º, § 2º)	100
3.16	Remuneração do investidor líder e demais participantes	101
3.17	Previsão contratual consistente com a necessidade de recursos para funcionamento do sindicato	104
3.18	Outros assuntos relacionados à Instrução CVM 588.....	105
4	Alteração promovida pela Lei nº 14.195, de 2021.....	105



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

5 Versão definitiva de Resolução..... 107

1 Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Alexandre Azambuja; (ii) Alexandria Indústria de Geradores S.A. (“Alexandria”); (iii) Associação Brasileira de Criptoconomia (“ABCripto”); (iv) Associação Brasileira de Crowdfunding de Investimento (“Crowdinvest”); (v) Associação Brasileira de Fintechs (“ABFintechs”); (vi) Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (“ANCORD”); (vii) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); (viii) Baptista Luz Advogados (“Baptista Luz”); (ix) Basement Soluções de Captação e Registro Ltda. (“Basement”); (x) Beegin Soluções em Crowdfunding Ltda. (“Beegin Invest”); (xi) Bocater, Camargo, Costa e Silva, Rodrigues Advogados (“Bocater”); (xii) BTR Serviços de Plataforma Eletrônica e Consultoria Empresarial Ltda., em conjunto com Costa Oliveira Advogados (“Blox” e “Costa Oliveira Advogados”); (xiii) Cescon, Barrieu, Flesch e Barreto Advogados (“Cescon Barrieu”); (xiv) Cluster21 Investimentos Coletivos Ltda. (“Cluster21”); (xv) Confiance Invest Plataforma de Investimentos Ltda. (“Confiance Invest”); (xvi) D Interação Tecnologia EIRELI - UpAngel (“UpAngel”); (xvii) Daniel Gassmann; (xviii) Duarte Garcia, Serra Neto e Terra – Sociedade de Advogados (“Duarte Garcia”); (xix) EqSeed Ltda. (“EqSeed”); (xx) Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (“FIESP”); (xxi) Freitas Ferraz Capuruço Braichi Riccio Advogados (“Freitas Ferraz”); (xxii) Fundação de Apoio à Universidade Federal de São Paulo (“FapUnifesp”); (xxiii) Grupo de Pesquisa – Investimentos em Inovação e Tecnologia e o Impacto na Competitividade e Geração de Valor da Firma, da Universidade Federal do Paraná (“GPITECh”); (xxiv) Grupo de Trabalho Instrumentos Financeiros e Investimentos de Impacto do Laboratório de Inovações Financeiras (“GT Impacto”); (xxv) Martinelli Advogados (“Martinelli”); (xxvi) MB Digital Assets Ltda. (“MBDA”); (xxvii) nTokens Serviços Digitais Ltda. (“nTokens”); (xxviii) Nvestor Portal de Investimentos Participativos (“Nvestor”); (xxix) Oliveira Drumond Advogados (“Oliveira Drumond”); (xxx) Pesquisadores Ane Bastos, Rafael Pinho de Moraes e Rogério Dantas, das Universidades Estadual e Federal do Rio de Janeiro (“Pesquisadores UERJ/UFRJ”); (xxxi) Plataforma de crowdfunding CWL (“CWL”); (xxxii) Tiger Equity Participações Ltda. (“Tiger Equity”); (xxxiii) Tozzini, Freire, Teixeira e Silva Advogados (“Tozzini Freire”); (xxxiv) Veirano Advogados (“Veirano”); (xxxv) Vieira Rezende e Guerreiro Advogados (“Vieira Rezende”); (xxxvi) Vox Capital Consultoria e Assessoria Ltda. (“Vox Capital”); e (xxxvii) Wiztartup Tecnologia Ltda. (“Wiztartup”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2 Comentários à Minuta

2.1 Expansão dos limites

Conforme mencionado no edital de audiência pública (“Edital”), para uma sociedade empresária de pequeno porte se beneficiar da dispensa do registro conferida pela norma, a oferta pública deve ser realizada por plataforma registrada na CVM e observar um conjunto de limites, a saber: (i) valor máximo de captação da oferta por exercício; (ii) receitas brutas máximas do emissor e do grupo econômico; e (iii) investimento individual máximo por investidor não considerado qualificado nos termos da regulamentação específica.

A Minuta incluiu propostas de aumento de todos estes limites. O limite máximo de captação passaria de R\$ 5 milhões para R\$ 10 milhões; o valor máximo da receita bruta anual da sociedade emissora sairia de R\$ 10 milhões para R\$ 30 milhões e, concomitantemente, o limite de receita do grupo econômico seria elevado para R\$ 60 milhões. Por sua vez, o limite de investimento individual seria majorado de R\$ 10 mil para R\$ 20 mil por ano, com o consequente ajuste no valor da renda bruta anual ou montante de investimentos a partir do qual se permite que o limite individual seja ampliado para até 10%, passando de R\$ 100 mil para R\$ 200 mil.

A concessão de maior flexibilidade em relação a estes limites na regulamentação objetiva ampliar o campo de atuação das plataformas, possibilitando que um conjunto mais abrangente de empresas se torne elegível para a utilização do **crowdfunding** de investimento. A CVM analisou a possibilidade de majoração destes valores de forma global, isto é, considerando a resultante do conjunto dos novos limites, de modo a buscar a devida proteção ao investidor.

A proposta foi bem recebida pelos participantes desta audiência pública, que destacaram o papel positivo desta modalidade de oferta pública. Crowdinvest mencionou que “o crowdfunding é o melhor modelo para preencher uma lacuna de participação do mercado de capitais no financiamento de empresas brasileiras”.

Os participantes esclareceram a razão da sua convicção: “por uma limitação lógica advinda do ônus regulatório de obtenção e manutenção de um registro de companhia aberta no Brasil, apenas empresas com faturamento médio superior a R\$ 2 bilhões costumam se utilizar dos mecanismos tradicionais de emissão pública de valores mobiliários. Abaixo disso, empresas de menor porte costumam se utilizar de investimento de **private equity** para financiar etapas de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

expansão de negócios. Entretanto, normalmente os principais fundos de investimento dessa modalidade que atuam no Brasil apenas começam a avaliar investimentos em empresas que faturam, em média, R\$ 300 milhões”.

Como consequência, concluiu Crowdinvest: “empreendedores que geram negócios com faturamento abaixo de R\$ 300 milhões possuem, como única alternativa no mercado de capitais, a utilização da modalidade de crowdfunding para escapar das altas taxas de juros cobradas pelo sistema bancário brasileiro e possibilitar a expansão orgânica e célere de seus negócios”.

Assim, os participantes enfatizaram que a majoração dos diversos limites “tem o potencial de canalizar recursos da poupança popular para salvar ou até expandir a oferta de empregos em pequenas e médias empresas brasileiras, sendo fundamental para estimular a economia real”, um imperativo levando-se em conta os efeitos da pandemia no país.

A CVM agradece os comentários e pontua que a modalidade de **crowdfunding** de investimento tem o potencial de se tornar uma porta de entrada para o mercado de capitais para diversas empresas da economia brasileira. Ademais, reafirma o seu posicionamento de que, por serem ofertas públicas que não passam pela análise prévia da Autarquia, e intermediadas por um agente de mercado cuja previsão normativa é relativamente recente, o aumento dos limites deve ser gradual para assegurar o crescimento sustentável desse segmento de mercado.

2.1.1 Valor máximo de captação da oferta

Beegin Invest mencionou que o valor de R\$ 10 milhões proposto seria bastante razoável, mas pondera que a utilidade da majoração deste limite estaria vinculada à ampliação do limite de receita bruta anual do emissor (ver argumentos apresentados no item seguinte deste Relatório). A participante chamou a atenção para a relevância da ampliação do universo de empresas elegíveis, citando inclusive o momento de crise econômica no país.

Alexandria, Bloxs, Costa Oliveira Advogados, Crowdinvest e EqSeed sugeriram alteração do valor máximo de captação de R\$ 10 milhões para R\$ 20 milhões. Foi mencionada a importância das sociedades empresárias de pequeno porte para a recuperação da economia, especialmente se forem levados em conta os efeitos ocasionados pela pandemia da COVID-19, o que certamente aumentaria a procura por capital no mercado de **crowdfunding** de investimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Crowdinvest também enfatizou que o limite de captação não pode ser dissociado do limite de receita bruta anual do emissor, fator que a associação entende como principal explicação da maioria ofertas ainda não ter alcançado valores próximos do teto da norma atual de R\$ 5 milhões.

Segundo o participante, para uma empresa que fatura o teto atual da regra, de R\$ 10 milhões, uma captação também no teto de R\$ 5 milhões significa nada menos do que metade da sua receita anual, representando um enorme salto no passivo da empresa (uma vez que as aplicações diretas em participação não são a regra do mercado de **startups**), o que exigiria uma expansão demasiadamente acelerada de receita para fazer frente a tal obrigação.

Assim, com a ampliação do limite de receita bruta do emissor, considerou ser factível que diversas ofertas alcancem este limite ampliado de captação quando realizadas por empresas mais maduras com necessidade de caixa para investimento e expansão das atividades (conforme a sugestão apresentada pela associação Crowdinvest no próximo item).

Crowdinvest entendeu que tal possibilidade tem o potencial de diminuir os riscos do investimento, quando as ofertas maiores forem realizadas por emissores com maior tempo de vida e testagem do seu modelo de negócios. A associação defendeu que o limite de investimento individual anual por investidor poderia permanecer limitado aos valores propostos no Edital, o que levaria à mesma exposição em montante de investimento pelo público em geral.

Eqseed argumentou que a ampliação até R\$ 20 milhões por oferta manteria a mesma prudência da proposta de R\$ 10 milhões trazida no Edital, tendo as plataformas exigências regulamentares e robustez suficiente para lidar com captações para sociedades com estruturas organizacionais desse tamanho e complexidade, sendo que empresas desse porte teriam os mesmos problemas de acesso a capital que empresas que podem captar até R\$ 5 milhões. Afirmou que um limite de R\$ 20 milhões seria necessário para, de fato, fechar a lacuna mais evidente na cadeia de acesso a capital no mercado brasileiro atualmente.

ABCripto, ABFintechs, Confiance e Tiger Equity entenderam que o limite mais adequado para o **crowdfunding** de investimento neste estágio de desenvolvimento do mercado seria de R\$ 25 milhões, de modo a abarcar o conjunto de empresas que não acessam o mercado de capitais por meio das demais modalidades reguladas pela CVM.

No sentido de estabelecer regras que visem a proteção dos interesses dos investidores em contrapartida à ampliação dos limites, ABCripto, ABFintechs e Tiger Equity defenderam que a norma



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

poderia, ainda, criar dois níveis regulatórios distintos, um para captações até R\$ 10 milhões ou R\$ 15 milhões, e outro para captações até R\$ 25 milhões, sendo que esse último estaria sujeito a regras de qualificação de empresas e plataformas, e a regras de captação mais rigorosas, como por exemplo exigência de auditoria financeira da empresa emissora, além de maior rigor nos requisitos de prestação de informações aos investidores com relação à oferta (antes e depois) e nível diferenciado de governança da plataforma.

Os participantes fizeram um paralelo entre as suas propostas e o arcabouço regulatório norte-americano que permitiria a ampliação do tamanho da oferta tendo em contrapartida a introdução de exigências distintas, citando como exemplo a **Regulation A (Tier 1 e Tier 2)** e a **Regulation Crowdfunding**.

Confiance Invest sugeriu a elevação do limite para R\$ 25 milhões. Além disso, defendeu que para as empresas que realizassem captação acima de R\$ 10 milhões (caso o limite seja ampliado), seja incluída a exigência de o emissor ser sociedade anônima, pois entendeu que seria saudável para o mercado, dando maior proteção aos investidores. Acredita que seria um ótimo passo para aprimoramento da governança nas emissões de maior porte.

Daniel Gassmann e Vieira Rezende sugeriram aumento do valor para captação para até R\$ 50 milhões, sendo que esse último entende que os investidores não considerados qualificados já estão protegidos pelo limite individual atual.

Alexandre Azambuja sugeriu que o valor alvo máximo de captação e os limites de investimentos individuais previstos na norma sejam atualizados periodicamente pela variação acumulada de índices de preço e, ainda, que seja prevista a atualização monetária em todas as referências normativas de valores em Reais.

Bocater, Basement, Cescon Barriou, Duarte Garcia e Freitas Ferraz propuseram um aumento do limite de colocação junto ao mercado para R\$ 30 milhões. Dentre os argumentos apresentados, foi mencionado que o limite de captação estaria baixo se forem usados como referência aqueles utilizados internacionalmente; que a ampliação dos limites de captação e de receita bruta anual permitiria que o investimento participativo se consolidasse definitivamente como uma alternativa de financiamento para pequenas e médias empresas, abrindo-lhes uma porta de entrada para o mercado de capitais tradicional; e que este tipo de oferta conseguiria abarcar não só as negociações de rodadas de investimento de capital semente, mas também as de “Série A”, ou



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

seja, rodadas de investimento em que a empresa está consolidada.

Cescon Barrieu enfatizou que tal valor de referência traria projetos de natureza bem mais interessantes e abrangentes, e ponderou que haveria robustez suficiente no arcabouço regulatório para amparar esse novo patamar de valor.

Veirano defendeu que o limite proposto na Minuta de R\$ 10 milhões fosse ampliado, possibilitando o aporte de recursos necessários para desenvolvimento dos produtos e serviços desenvolvidos pelas sociedades que comumente desenvolvem soluções inovadoras e que demandam mão de obra e investimentos amplos. Sustentou que a inclusão da possibilidade de aquisição de outras sociedades com os recursos advindos da captação corroboraria a necessidade de ampliação de tal limite, assim como a inclusão da possibilidade de lote adicional para atendimento de demanda acima da prevista.

Os comentários relativos à ampliação do limite total de captação foram considerados pertinentes e o valor alvo máximo de captação foi elevado para até R\$ 15 milhões, o que representa um aumento de três vezes o limite estabelecido pela Instrução CVM 588 e, ainda, uma ampliação de 50% em relação à proposta da Minuta. Com esse novo patamar, combinado com os novos limites máximos de receita bruta anual que a norma passa a prever, as sociedades empresárias de pequeno porte serão capazes de ampliar significativamente a utilização dessa modalidade de captação pública de recursos. Espera-se, assim, que o **crowdfunding** se consolide cada vez mais como uma forma adicional e alternativa de captação de recursos, inclusive entre empresas mais maduras.

A ampliação dos limites vem suportada pelo aumento de salvaguardas previstas na norma, em especial no tocante à estrutura das plataformas e ao regime informacional das ofertas realizadas.

Vale dizer, ainda, que a existência de um limite de captação relativamente restrito é um fator determinante para o estabelecimento e, no presente caso, a manutenção de um regime de dispensa de registro. Na medida em que os valores aumentam, as possíveis consequências de uma operação eivada de vícios também crescem, potencializando prejuízos para investidores e o tamanho do dano para o mercado em geral.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Nesse sentido, apesar de haver margem para elevações adicionais – e contínuas –, é válido pontuar que há uma linha a partir da qual a oferta pública se torna grande demais para se beneficiar do regime de dispensa de registro.

Optou-se, ainda, pela manutenção de uma norma mais simples de ser compreendida, supervisionada e aplicada pelos agentes de mercado e, assim, as propostas de criação de dois segmentos, com valores máximos de captação e exigências distintas, para plataformas e emissores, não foram acatadas. Essa opção também privilegia o entendimento de que muitas das exigências adicionais utilizadas para estabelecer tal distinção de segmentos já foram propostas pela Minuta e se vinculam de maneira mais adequada a outros parâmetros.

Por fim, reitera-se que a CVM não tem a tradição de estabelecer mecanismos de atualização monetária em suas normas, considerando mais eficiente avaliar o desenvolvimento do mercado no tempo para, se entender cabível, propor revisões dos limites estipulados.

2.1.2 Receita bruta máxima da sociedade emissora e do seu grupo econômico

Foi proposto na Minuta aumentar os limites previstos na Instrução CVM 588 em relação à receita bruta máxima, atualmente de R\$ 10 milhões, tanto para a sociedade emissora quanto para o grupo econômico (receita bruta consolidada anual), para (i) R\$ 30 milhões para a sociedade emissora; e (ii) R\$ 60 milhões para o grupo econômico.

ABCripto defendeu que a eliminação dos limites de receita bruta, além de democratizar o acesso ao capital para empresas que não se qualificam para acessar os mercados tradicionais, teria impacto positivo sobre o perfil de risco dos ativos oferecidos em **crowdfunding** de investimento, beneficiando os investidores, que teriam acesso a ativos com menor risco, e estimulando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro como um todo.

Alexandria sugeriu a elevação da receita bruta anual para R\$ 50 milhões para a sociedade empresária de pequeno porte e R\$ 100 milhões na hipótese de a sociedade ser controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento.

Confiance Invest citou que haveria inúmeras empresas já consolidadas de pequeno e médio porte que poderiam se beneficiar da captação via **crowdfunding** de investimento, tendo ponderado que empresas que faturam de R\$ 80 milhões a R\$ 150 milhões e que apresentam valor econômico



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de R\$ 50 milhões a R\$ 100 milhões, que é pequeno para operações de bolsa, poderiam captar R\$ 10 milhões ou R\$ 20 milhões para financiar seu crescimento.

O participante afirmou que a limitação do faturamento retiraria do mercado de **crowdfunding** empresas que não são de crescimento exponencial, mas apenas de ritmo regular, de acordo com a economia, e que atualmente essas empresas estão apenas no mercado de dívida e potencialmente fundos de **private equity**. Sem a limitação, a CVM permitiria o crescimento dessas empresas para poderem vir um dia a abrir capital e não somente buscarem operações de fusões e aquisições. Assim, sugere a modificação da norma de maneira a retirar limite de faturamento para quem quer captar.

ABFintechs entendeu como desnecessária a limitação adicional, tanto com relação ao emissor isoladamente quanto no contexto do grupo econômico, afirmando que o limite de captação cumpriria, por si só, a função de assegurar que o **crowdfunding** de investimento seja um mecanismo voltado para as sociedades empresárias de menor porte e que não se enquadram no perfil de captação dos demais mercados regulados, inclusive do Bovespa Mais, que é o mercado de acesso para pequenas e médias empresas.

Basement relatou que restariam poucos motivos para restringir somente às pequenas empresas o acesso a essa modalidade de financiamento, especialmente tendo em vista outras alterações trazidas pelo Edital no sentido de aumentar a segurança das ofertas. O participante defendeu que um mercado de capitais sólido, como o mercado de **crowdfunding** de investimento já demonstrou ser, não deveria ser limitado a um pequeno número de empresas, todas com um perfil relativamente semelhante, agrupadas pelo critério de receita bruta anual inferior a R\$ 30 milhões, tanto para não privar empresas mais maduras ou que operam volumes maiores do acesso ao financiamento via poupança popular, quanto para não privar os investidores de terem acesso ao capital dessas empresas.

Assim, Basement propôs o aumento do limite para R\$ 300 milhões de modo a contemplar empresas que, conquanto maiores, ainda não têm acesso ao mercado de capitais tradicional, e sugeriu o mesmo limite para o grupo econômico.

Beegin Invest apresentou duas alternativas a serem ponderadas; a primeira opção seria majorar até R\$ 300 milhões, de modo que fosse mantida coerência em relação ao arcabouço regulatório da CVM, citando a Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, que prevê esse valor



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

como o teto atual utilizado para delimitar o conceito de empresa emergente.

A participante ponderou que seria benéfico que sociedades de ramos de atuação mais tradicionais utilizassem o ambiente das plataformas, não somente as empresas **startups** e de **venture capital**, e que tal aproximação traria a vantagem de uma forte redução do esforço, tempo e dinheiro empregados atualmente por aquelas sociedades empresárias na busca por financiamento via linhas de crédito dos bancos tradicionais, operações com empresas de M&A e Fundos de Investimento em Participação (“FIP”).

Ademais, prosseguiu Beegin Invest, sociedades empresárias maiores, em geral, têm teses de atuação comercial já consolidadas, líderes com maior grau de experiência e um nível de maturidade do negócio mais avançado. Adicionalmente, a ampliação do limite de receita atuaria positivamente na direção de uma maior proteção aos investidores e aos participantes deste mercado, pois os custos de implementação e de manutenção de níveis de observância mais rígidos seriam proporcionalmente menores para tais sociedades.

Beegin Invest trouxe, como segunda opção caso o limite de R\$ 300 milhões seja entendido pela CVM como não razoável, o limite de R\$ 100 milhões, levando em conta o fato de que o valor médio e mediano das ofertas já realizadas é de aproximadamente 10% da receita bruta anual máxima permitida pela redação atual. A participante ponderou que talvez este fosse o patamar que os empreendedores julguem como confortável para operações desta natureza, portanto, para um limite de captação de R\$ 10 milhões conforme proposto no Edital, um limite de receita bruta anual de R\$ 100 milhões seria mais coerente, possivelmente otimizando o mecanismo do **crowdfunding** de investimento.

Adicionalmente, para o caso de a CVM entender necessário o aumento do nível de observância para os emissores, Beegin Invest sugeriu, para as sociedades cuja receita bruta for superior a R\$ 30 milhões, que o investidor líder seja obrigatoriamente pessoa, natural ou jurídica, habilitada como administrador de carteira, na categoria gestor, nos termos da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, e que as sociedades cuja receita bruta for superior a R\$ 16 milhões cumpram os requisitos de governança corporativa previstos no art. 8º da Instrução CVM 578.

Para o caso de grupos econômicos, Beegin Invest propôs limite de receita bruta de R\$ 100 milhões ou até mesmo em R\$ 300 milhões, buscando trazer uma simetria entre a Instrução CVM 588 e a Instrução CVM 578, que, para os casos de FIP Capital Semente, estipula que as sociedades



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

elegíveis a receber investimentos de um FIP Capital Semente não poderão, dentre outros critérios, ser controladas por sociedade ou grupo de sociedades com receita bruta anual superior a R\$ 100 milhões.

Crowdinvest, Bloxs e Costa Oliveira Advogados defenderam a adoção de critérios similares àqueles previstos para o FIP Capital Semente, tendo sugerido a introdução de dois grupos de sociedades empresárias de pequeno porte no regramento do **crowdfunding** de investimento com base em faixas de receita bruta auferida, até R\$ 16 milhões, dispensadas de seguir práticas de governança mínimas, e outro até R\$ 300 milhões, as quais seriam obrigadas a adotar certas práticas de governança, alinhando-se a esse último valor Daniel Gassmann.

Adicionalmente, Crowdinvest, Bloxs e Costa Oliveira Advogados pontuaram que as peculiaridades do mercado imobiliário deveriam ser levadas em conta na análise da expansão do limite da receita bruta anual do grupo econômico, considerando, sobretudo, que o mercado imobiliário trabalha com a constituição de sociedades de propósito específico (SPE) para cada empreendimento, para fins de segregação de risco e patrimônio, mas que referidas SPE compõem o mesmo grupo econômico, de forma que o limite de grupo econômico de R\$ 60 milhões seria facilmente atingido.

Assim, Crowdinvest propôs a introdução de uma exceção no caso de emissores que tenham como atividade fim a incorporação e exploração de empreendimentos imobiliários, de modo que não haja um limite imposto ao grupo econômico, sendo considerado apenas o limite de receita bruta anual da emissora. Outra exceção à imposição do limite de faturamento do grupo econômico que foi proposta pelos participantes diz respeito a sociedades empresárias de pequeno porte que forem controladas por fundo de investimento, contanto que as demonstrações contábeis do fundo não sejam consolidadas nas demonstrações contábeis de qualquer de seus cotistas.

Freitas Ferraz defendeu a adoção dos critérios previstos na Lei nº 11.638, de 2007, para sociedade de grande porte, sugerindo que o art. 2º, III, preveja ativo total de até R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões, tanto para a emissora quanto para o grupo econômico.

Bocater sugeriu a ampliação dos valores para não coibir a possibilidade de que companhias com estruturas mais robustas e complexas – mas que, ainda assim, necessitem de **seed capital** – pudessem captar recursos relevantes para suas atividades por meio do **crowdfunding** de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

investimento. Caso a CVM entendesse que o limite deveria ser mantido, sugeriu a criação de diferentes classes de emissões, com limites de captação e estrutura de governança diferenciados entre as modalidades de oferta, a depender do setor ou montantes contidos nas receitas anuais dos emissores.

Cluster sugeriu aumentar os limites de receita bruta anual ao menos para ofertas destinadas a investidores qualificados, alegando que tais ofertas forneceriam informações de como o mercado se comporta em ofertas realizadas por sociedades com receitas brutas anuais de maior montante, conhecimento que poderia ser útil para a CVM avaliar se os limites em tela podem ser aumentados futuramente (inclusive para investidores que não considerados qualificados conforme regulamentação específica).

Tozzini Freire encaminhou sugestão propondo a adoção dos limites de R\$ 50 milhões e R\$ 100 milhões, respectivamente, para os limites de receita do emissor e de seu grupo econômico.

Duarte Garcia sugeriu que o valor limite das receitas consolidadas anuais fosse aumentado para R\$ 75 milhões, pois acredita que uma expansão do mercado via o **crowdfunding** de investimento poderia criar uma retroalimentação de caráter positivo, posto que a fiscalização por parte da CVM passará a abarcar uma parcela maior do mercado de financiamento a empresas menores, o que por sua vez resultará no aumento da segurança aos investidores e ao próprio mercado de capitais.

Tiger Equity sugeriu a exclusão da caracterização de “sociedade empresária de pequeno porte” como requisito para a realização de oferta de **crowdfunding** de investimento, por entender que o limite do valor da captação automaticamente delimitaria tais ofertas a sociedades empresárias de menor porte, não enxergando, dessa forma, qualquer razão que justifique a existência de um corte por receita bruta máxima.

De forma similar, Alexandre Azambuja defendeu a supressão da limitação, para que as “condições de mercado” determinem a atratividade da emissão de títulos de dívida, conversíveis ou não, para as empresas, independentemente de seu porte, como uma das ferramentas transformadoras da oferta de financiamento de capital de giro e de capitalização por **equity**. Alternativamente, defendeu que o dobro do limite proposto para a receita bruta anual permitiria mais flexibilidade para empresas nascentes dentro de grupos econômicos maiores e empreendimentos imobiliários que contem com incorporadoras mais desenvolvidas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em linha com os comentários no sentido de expandir os limites de receita bruta dos emissores de **crowdfunding**, a CVM ampliou os limites de receita bruta anual propostos na Minuta da sociedade empresária de pequeno porte para R\$ 40 milhões, no caso da sociedade empresária de pequeno porte emissora, e R\$ 80 milhões na hipótese de grupo econômico.

Entendeu-se importante manter um limite de maneira a preservar o conceito original da norma de privilegiar emissores que possuem menor acesso a outros instrumentos de captação junto aos mercados financeiro e de capitais.

Não se considerou conveniente ou necessário promover um alinhamento com a norma que regulamenta os fundos de investimento em participação, tendo em vista a natureza distinta do objeto da regulamentação e a estrutura diferenciada em que o investidor se encontra ao aplicar recursos com base em tal normativo. Da mesma forma, não se entendeu pertinente incluir exceções a esses limites para indústrias específicas, uma vez que tal inclusão se afastaria do conceito original da norma acima comentado.

De toda forma, é válido ressaltar que o novo patamar representa um aumento de quatro e oito vezes, respectivamente, o valor originalmente previsto na Instrução CVM 588.

2.1.3 Investimento individual máximo por investidor

ABCripto e ABFintechs sugeriram eliminar a referência a um valor fixo como limite, pois, na experiência reportada no mercado, tal referência teria causado insegurança na hora de investir àqueles investidores com renda bruta ou investimento financeiro superior ao parâmetro normativo de R\$ 100 mil (a ser majorados para R\$ 200 mil conforme o Edital) e que poderiam, portanto, ir além do valor fixo até 10% de sua renda bruta ou valor de investimentos financeiros.

Assim, propuseram a seguinte redação “10% (dez por cento) de sua renda bruta anual ou montante de investimentos financeiros (o que for maior), se superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais)”, de modo a simplificar o processo decisório para os investidores deste tipo de oferta.

Daniel Gassman sugeriu o aumento do limite para R\$ 50 mil.

Alexandre Azambuja defendeu a simplificação dos limites de investimento para agilizar o processo de realização das ofertas, reduzir os custos de observância e os riscos incorridos pelas plataformas no controle do montante de investimentos anuais por investidor não considerado



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

qualificado, tendo proposto que o limite se aplique por oferta pública e não por ano calendário considerando o conjunto das plataformas, pois vê tal exigência como um ônus para a plataforma de ter que controlar os recursos aportados.

No entender de Alexandre Azambuja, mesmo com a ampliação do limite para R\$ 20 mil por ano ainda restaria impedida a mitigação do risco por meio da diversificação e pulverização da carteira, dando o exemplo de um investidor que buscasse a diversificação aplicando em 20 ofertas poderia investir no máximo R\$ 1 mil em cada uma, comprometendo fortemente seu possível ganho (**upside**), restrição que poderia estar induzindo investidores a concentrar suas participações em somente em uma ou duas ofertas. Assim, sugeriu limitar o valor de R\$ 20 mil por oferta sem consideração de período temporal e eliminar as declarações dos atuais anexos 4-B e 4-C, que se tornariam desnecessárias.

A existência de limites individuais de investimento estritos é um pilar fundamental da norma, considerando tratar-se de investidores não qualificados e que o investimento nessa modalidade ocorre em sociedades empresárias de pequeno porte, que possuem maior risco e menor liquidez, e que as ofertas não contam com análise prévia da Autarquia. Nessa linha, a CVM optou por manter a proposta e os valores sugeridos na Minuta, tendo as sugestões sido rejeitadas.

2.2 Expansão das possibilidades de divulgação da oferta

2.2.1 Divulgação de ofertas pela CVM

De modo geral, a expansão das possibilidades de divulgação das ofertas de **crowdfunding** de investimento foi bem recebida pelos participantes, tendo sido encaminhadas diversas sugestões abordando possíveis meios de proporcionar maior difusão e acesso às informações das ofertas, assim como formas de aumentar a segurança jurídica, de modo a esclarecer o que é permitido ou não às plataformas em termos de divulgação das ofertas fora do seu próprio ambiente eletrônico.

Tiger Equity chamou a atenção para a percepção do mercado de que o ecossistema de **crowdfunding** de investimento no Brasil ainda apresenta tamanho reduzido quando comparado ao potencial que teria caso fosse alvo de divulgação mais incisiva e de melhor qualidade.

Veirano sugeriu que a CVM tomasse a iniciativa de divulgar as ofertas no seu portal eletrônico na rede mundial de computadores, assim como faz para consulta sobre as ofertas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

públicas em andamento realizadas sob a égide da Instrução CVM 400. Desse modo, os investidores não precisariam navegar em um longo processo de consulta, plataforma por plataforma, de modo a recolher informações sobre as possíveis as ofertas de **crowdfunding** de investimento em aberto.

Entendeu, no entanto, que a referida disponibilização deveria se restringir às informações listadas no art. 11, § 1º, II, da Minuta, posto que se trata “de um segmento cujas informações são em sua maioria sensíveis, pois se relacionam a planos estratégicos, tecnologias, segredos industriais e modelo de negócios das sociedades, e, desta forma, devem ser preservadas”.

Seguindo o mesmo norte, Baptista Luz sugeriu a inclusão de um novo parágrafo ao art. 11 da Instrução CVM 588, referente à criação de um sítio eletrônico da CVM contendo explicações sobre o que é o **crowdfunding** de investimento, objetivando assegurar a transparência do processo e difundir o conhecimento acerca deste procedimento entre a população. Nesse sentido, relembra que a Lei de Acesso à Informação (Lei nº 12.526, de 2011) determina, em seu artigo 6º, inciso I, que cabe aos órgãos e entidades do Poder Público assegurar “uma gestão transparente da informação, propiciando amplo acesso a ela e sua divulgação”.

Conforme consta do Edital, a CVM reconhece a necessidade de ampliação das possibilidades de divulgação como forma de permitir que as ofertas atinjam um contingente maior de investidores, o que, conseqüentemente, tem potencial para facilitar o alcance dos limites de captação propostos.

Sobre a disponibilização de lista com as ofertas realizadas sob o rito da Instrução CVM 588 no site da CVM, já existe atualmente um sistema no qual são inseridas, pelas plataformas, informações relativas às ofertas de **crowdfunding**. Os referidos dados podem ser consultados no site da CVM, no item “Principais Consultas” na página principal, clicar em “Ofertas Públicas”, “Ofertas Públicas de Distribuição”, “Ofertas com Esforços Restritos, Dispensas do Art. 5º da ICVM 400 e Dispensas de Registro de Ofertas de Crowdfunding”.³

Em relação à sugestão de alteração do art. 11 para prever a criação de um site específico para explicações sobre **crowdfunding**, a CVM entende que não há necessidade de tal previsão em

³ O acesso ao link informado pode ser alterado futuramente em razão de atualizações no site da CVM. Nesse caso, recomenda-se procurar a SSE para maiores informações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ato normativo, tendo em vista que a Autarquia já disponibiliza diversos canais com fins educativos, nos quais são constantemente divulgados materiais e campanhas educacionais para o público em geral, sendo o tema **crowdfunding** recorrente em tais iniciativas (já foi, inclusive, objeto da série “Cadernos CVM”, disponível em: www.investidor.gov.br). Assim, tais sugestões não foram acatadas.

2.2.2 Contratação de instituições integrantes do sistema de distribuição e assessores de investimento para distribuição da oferta pública

ANCORD e B3 sugeriram que a norma permitisse a participação ampla de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários como, por exemplo, corretoras e distribuidoras, o que ampliaria o potencial de captação, deixando a critério do emissor a possibilidade de poder contar com a base de clientes e a capilaridade destas instituições, sem prejuízo da utilização de outros canais de divulgação.

Confiance Invest sugeriu a possibilidade de a plataforma poder remunerar parceiros, captadores de investidores, de maneira a buscar maior abrangência e diversificação da colocação dos valores mobiliários de empresas de pequeno porte.

Em contraste, EqSeed entendeu como equivocada a ideia de permitir que atores já tradicionais do mercado financeiro possam distribuir ofertas de **crowdfunding** de investimento. O participante argumentou que tal permissão resultaria na concentração da distribuição nos canais tradicionais, aumentando cada vez mais o número de terceiros envolvidos e os respectivos custos, levando ao indesejável efeito de basicamente neutralizar todos os ganhos de eficiência do modelo inovador do **crowdfunding**, que é altamente escalável e totalmente digital.

Defendeu EqSeed que a flexibilização das regras sobre divulgação das ofertas conforme proposta no Edital seria suficiente para aumentar o número de potenciais investidores que venham a ter conhecimento das ofertas de **crowdfunding** de investimento em andamento. Conforme o participante, “[a]o facilitar a conexão de potenciais investidores e emissores, de forma prudente, direta e online, a CVM posiciona esse mercado na vanguarda desse movimento mundial de desintermediação financeira, transformando os mercados de capitais acessíveis para empresas desse porte, e fornece uma base estável a partir do qual esse mercado possa escalar de forma saudável e robusta”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação à sugestão de utilização de instituições integrantes do sistema de distribuição, inicialmente vale destacar que (i) apenas as plataformas de investimento participativo são autorizadas a realizar a intermediação das ofertas previstas nesta regulamentação; e (ii) as alterações propostas na Minuta não tiveram como objetivo ampliar os agentes envolvidos na distribuição, direta ou indiretamente, dos valores mobiliários, mas sim as possibilidades de divulgação da oferta pública.

Por ser uma oferta pública com uma dinâmica muito particular, que conta com um regime de dispensas duplo (oferta e emissor) e que impõe a carga regulatória quase que exclusivamente sobre a plataforma autorizada, a CVM se mantém extremamente cautelosa quanto à possibilidade de contratação das instituições integrantes do sistema de distribuição e os assessores de investimento a elas vinculados para distribuição da oferta de **crowdfunding**.

Para além dos riscos ligados ao não cumprimento de limites individuais de investimento e à multiplicidade de ambientes de adesão à oferta e de acesso ao seu regime informacional, que por si só já seriam elementos desafiadores e de difícil supervisão, destacam-se ainda os desafios operacionais relacionados às questões de confidencialidade dos clientes dos intermediários perante às plataformas, à PLD/FTP e à liquidação financeira das transações, tendo em vista que as plataformas, por não serem instituições financeiras, possuem um **modus operandi** particular e diferente do utilizado pelos intermediários para recebimento e transferência de recursos financeiros.

Nesse sentido, a Autarquia entende que não é o momento oportuno para promover essa medida, mas informa que a atuação de intermediários em ofertas de **crowdfunding**, tanto no mercado primário quanto no secundário, integra o modelo de negócios de uma das propostas aprovadas no âmbito do **Sandbox** Regulatório da CVM. Essa experiência poderá fornecer à CVM elementos para avaliar, de forma empírica e controlada, as vantagens e desvantagens dessa opção e, eventualmente, reavaliar a opção regulatória em vigor.

2.2.3 Divulgação da oferta por terceiros

Baseament propôs uma grande ampliação das possibilidades de divulgação inclusive com a atuação de terceiros não ligados à plataforma, e pontuou que deveria ser permitido à emissora, ao líder e à plataforma contarem com o apoio de terceiros, contratados ou não para tal, para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

empreender a divulgação da oferta, como influenciadores, entidades representativas, periódicos, portais de conteúdo ou mesmo outros agentes do mercado de distribuição de valores mobiliários, de modo a promover um crescimento do alcance das ofertas e da difusão desse nicho do mercado de capitais entre os investidores.

GT Impacto apresentou visão semelhante e acredita ser do interesse do mercado que se permita a divulgação da existência da oferta (conforme estabelecido no art. 11, § 1º, inciso II) por terceiros, sejam estes entusiastas da oferta, inclusive não remunerados, ou mesmo agentes especializados.

Nvestor trouxe sugestão semelhante propondo a permissão da divulgação da oferta, por qualquer meio de comunicação disponível e por qualquer pessoa, independentemente de existência de vínculo ou não com a plataforma, com a sociedade empresária de pequeno porte emissora ou com o investidor líder. O participante entendeu que qualquer repositório de informações sobre a indústria de **crowdfunding** de investimento contratado pela plataforma ou pelo emissor poderiam realizar o marketing e divulgação da oferta.

Objetivando dirimir o risco de eventuais conflitos de interesse e abusos, GT Impacto sugeriu a adoção de uma política de absoluta e rigorosa transparência em relação a toda e qualquer remuneração, rebate ou taxa devida aos parceiros envolvidos na divulgação da oferta, seja essa remuneração paga pela plataforma, pelo investidor e pelo empreendedor.

Basement defendeu que deveria recair sobre o contratante, seja a plataforma, o investidor líder ou a emissora, o dever de orientar o terceiro contratado a respeito das limitações constantes da Instrução CVM 588, ficando ainda tal contratante responsável pela supervisão de suas comunicações a respeito da oferta e verificação da adequação de seu conteúdo. Assim, concluiu que “tornar-se-ia possível que terceiros entusiastas da oferta ou mesmo agentes especializados participassem da sua divulgação e da difusão do **crowdfunding** como modalidade de investimento”.

Além disso, Basement defendeu ser do interesse do mercado, em prol de seu desenvolvimento, que seja esclarecido se a nova redação proposta para o § 1º do art. 11 permite a divulgação da oferta por terceiros, dado que ela não menciona quem seriam os sujeitos da divulgação cujo conteúdo foi alargado. O participante acrescentou que, caso a CVM entenda que não pode haver esse tipo de divulgação, que especificasse quem são os sujeitos autorizados a divulgar a oferta e, nesse sentido, propôs redação para o dispositivo, assim como indicou a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

necessidade de adaptação do art. 28, IV, que proíbe a plataforma de “utilizar material publicitário para divulgar a oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma”.

Beegin Invest também propôs que fosse expressamente permitido que terceiros anunciem material publicitário, desde que o escopo esteja restrito à sugestão contida no inciso II, § 1º, art. 11 do Edital. Conforme a participante, a “importância dessa divulgação se revela em um truísmo: quanto mais pessoas divulgando (seja em **ad senses**, jornais, portais de internet, etc.) maior penetração a oferta vai ter, maximizando as chances de ser bem-sucedida”.

Crowdinvest propôs que o material publicitário pudesse ser disseminado em outros ambientes eletrônicos e também por participantes de sistema de distribuição. Na mesma linha, Beegin Invest, Cluster21 e Tozzini Freire sugeriram que fosse permitida também a contratação, pelas plataformas, de agentes autônomos de investimento para divulgação de informações referentes à oferta conduzida na plataforma, desde que respeitadas as condições a serem previstas na Minuta, pois permitiria um canal adicional de divulgação de informações a respeito da oferta por agentes já regulados pela CVM, assegurando assim uma maior segurança aos investidores.

Inicialmente, tendo em vista as diversas dúvidas apresentadas, cabe esclarecer que a proposta contida no § 1º do art. 11 da Minuta – atual art. 11, **caput** – foi propositalmente genérica, de modo a não se restringir a situações que eram previamente vedadas pela Instrução CVM 588.

O dispositivo tem como pressuposto que se trata de uma divulgação patrocinada pela plataforma, pela sociedade empresária de pequeno porte ou pelo investidor líder, bem como seus sócios, administradores e partes a eles relacionadas.

Isto é, o contexto é de uma campanha de promoção da oferta pública mediante a utilização de qualquer meio (em contraste com a redação então vigente que veda qualquer veiculação de informação sobre a oferta fora do ambiente da plataforma), e o comando abarca todos aqueles que, formalmente contratados ou não, serão remunerados e perceberão incentivos econômicos com a realização de tal promoção ou com o sucesso da oferta.

Portanto, o comando normativo não alcança investidores e entusiastas, que podem manifestar livremente a sua opinião sobre os valores mobiliários ofertados e sobre a sociedade empresária de pequeno porte.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim, de maneira inequívoca, é permitido que a oferta seja promovida por meio de sua ampla divulgação publicitária, por quaisquer pessoas, naturais ou jurídicas, e em qualquer ambiente, digital ou não, sendo que todos os envolvidos na estratégia de divulgação da oferta pública devem respeitar as condições previstas na norma, em especial o conteúdo máximo de divulgação.

No tocante à participação de intermediários e seus prepostos nas estratégias de divulgação, vale destacar que tais agentes também podem promover a oferta pública nos termos da Resolução, entretanto não estão autorizados a realizar atos de distribuição, tais como receber e transferir recursos em conta corrente para este fim, fazer reservas ou qualquer outra atividade que se assemelhe com uma distribuição pública, inclusive por conta e ordem.

Nesse sentido, e em linha com a sugestão de GT Impacto, qualquer divulgação promovida por entidades supervisionadas pela CVM, sejam intermediários ou quaisquer outros agentes regulados, deve ser acompanhada de informações sobre a natureza do arranjo comercial firmado com a plataforma, bem como a forma de remuneração, de maneira a mitigar potenciais conflitos de interesses, conforme exigido pelo art. 11, IV.

Destaca-se, ainda, a importância de a comunicação promovida pelos intermediários e seus prepostos esclarecer que o investimento se dará por meio da página ou aplicativo da plataforma de investimento participativo e que o investidor deverá iniciar um novo cadastro e uma nova relação comercial com a plataforma, sem qualquer vinculação com os seus intermediários atuais.

Pelo fato de essa questão ter gerado bastante repercussão da audiência pública, a CVM optou por rever e reorganizar os dispositivos que tratam da matéria, concentrando na Seção “Realização e Divulgação da Oferta Pública” as informações relativas à publicidade, tanto as que estavam no art. 11 da Minuta como em outras partes da norma.

Assim, o art. 10, **caput**, e seu novo parágrafo único, tratam da realização da oferta pública e reforçam que a página da internet, bem como os aplicativos integrados que sejam utilizados pela plataforma, são os únicos canais de interface com os investidores para fins de adesão à oferta pública, obtenção das informações essenciais e acompanhamento do progresso da captação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O então § 1º da Minuta, objeto de inúmeros comentários, foi transformado no **caput** do art. 11 e, em conjunto com os seus incisos e parágrafos, trata da divulgação da oferta por meio de campanhas de promoção publicitária. Foram feitos aperfeiçoamentos redacionais para refletir os comentários dos participantes e delinear o alcance do dispositivo, destacando-se a inclusão do § 1º.

Também foram feitos ajustes: (i) no art. 28 da Instrução CVM 588 (atual art. 36) para excluir a vedação prevista no inciso IV, que estava em dissonância com as propostas introduzidas, e (ii) nos parágrafos 1º a 3º do mesmo artigo para refletir adequadamente a proposta constante da Minuta, incluindo a transferência desses dispositivos para o art. 11, §§ 2º e 3º, da Resolução.

Optou-se, ainda, por ajustar o § 2º do art. 11 da Instrução CVM 588, eliminando conteúdo em duplicidade e incorporando o restante ao art. 11, § 6º, da Resolução.

Destaca-se que a eventual participação de influenciadores digitais na divulgação de ofertas públicas está abrangida nesta Seção e a CVM alerta que a matéria está sendo objeto de estudo pela Autarquia. Trata-se de tema atual e que tem ganhado grandes proporções ultimamente com o crescimento do uso de redes sociais aliado ao aumento de pessoas físicas interessadas em investimentos no mercado de valores mobiliários.

Contudo, independentemente de uma regulamentação específica que venha a abordar a dinâmica de contratação de tais agentes, se contratados, eles também devem atender aos requisitos previstos na norma.

Considerando a relevante flexibilização a ser implementada em termos de publicidade das ofertas de **crowdfunding**, e com o intuito de estabelecer salvaguardas como contrapartida a tal flexibilização, entendeu-se oportuno incluir novos dispositivos nesta Seção, além dos que já foram citados ao longo deste **box**: (i) a exigência de transparência quando se tratar de conteúdo patrocinado (art. 11, III); (ii) a obrigação de a plataforma divulgar lista com todas as pessoas envolvidas na estratégia de divulgação da oferta que não sejam a plataforma, a sociedade empresária de pequeno porte, seus sócios, administradores e funcionários, ou investidor líder; (iii) esclarecimento sobre promoções feitas oralmente (art. 11, § 7º) e (iv) a promoção da oferta pública fica somente permitida a partir do início da oferta pública, momento em que todos os documentos relevantes da oferta já estarão disponíveis para possíveis investidores (art. 11, § 8º, da Resolução).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.2.4 Conteúdo máximo de informações

Sobre a fixação de conteúdo máximo de informações, ABCripto, ABFintechs e Tiger Equity defenderam, visando a proteger os investidores, que, ao invés de fazer tal exigência, que poderia trazer insegurança jurídica e possivelmente assimetria de comunicação entre as diferentes ofertas, a preocupação da CVM seria endereçada se a norma reiterasse a aplicação do § 2º do artigo 28 da Instrução CVM 588, que dispõe que “o material publicitário utilizado nos termos do § 1º não pode conter informações diversas ou inconsistentes com as constantes das informações essenciais da oferta e deve ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento”.

Para Nvestor, a estipulação de um conteúdo máximo seria salutar e elogiável. Entretanto, o participante sugeriu ajustes para incluir uma breve descrição do currículo e **expertise** de pessoas relevantes ligadas à emissora e da taxa esperada de rentabilidade ou valor de avaliação da emissora.

Tiger Equity defendeu, caso a CVM mantenha a utilização de um rol de informações permitidas, a inclusão da descrição detalhada do projeto alvo da captação e informações sobre o processo de seleção do projeto alvo da captação.

Beegin Invest entendeu como necessária a previsão da assinatura de um termo de ciência e adesão às condições da Instrução CVM 588 relativamente ao conteúdo permitido em uma divulgação de oferta pelo anunciante, de modo a eliminar qualquer incentivo a realizar divulgação em desacordo com os ditames regulatórios. Visando determinar garantias para que a divulgação realizada por terceiros esteja circunscrita às limitações previstas na Minuta, a participante sugeriu que o escopo do material de divulgação fosse obrigatoriamente fornecido pela plataforma ou que a versão final das mídias fosse aprovada pela mesma.

Crowdinvest propôs que pudesse ser divulgada uma expectativa de rentabilidade da oferta, quando aplicável, com a adição de um devido alerta de que qualquer rentabilidade apresentada no material publicitário representaria um valor projetado, que poderia vir a não se concretizar.

A CVM decidiu manter a proposta contida no art. 11, § 1º, II, da Minuta (atual art. 11, I), por entender que esse dispositivo contém uma lista exaustiva de informações mínimas relevantes em relação à oferta, sendo que o investidor que desejar obter informações adicionais, como por



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

exemplo a remuneração oferecida ou o plano de negócios, deve acessar as informações essenciais da oferta.

Em sua decisão, a CVM considerou sobretudo a importância de manter esse conteúdo conciso e, ao mesmo tempo, abarcar as informações necessárias tanto para proporcionar um entendimento do que é a oferta quanto para despertar o interesse do investidor.

Especificamente sobre a sugestão de inclusão da remuneração no rol permitido, em que pese essa informação seja de extrema relevância, há diferenças importantes em relação a esse dado a depender da natureza do título ofertado e, por esse motivo, entendeu-se mais apropriado deixá-lo somente na seção de informações essenciais da oferta, nos termos do atual Anexo E.

A CVM acatou a sugestão de criação de uma rotina de aprovação, por parte da plataforma, dos materiais a serem divulgados. Pesou na decisão o fato de as plataformas estarem em melhores condições de, com base em sua experiência pregressa de realização de ofertas públicas, avaliar a linguagem empregada e os riscos de determinada divulgação.

Nesse sentido, foi prevista a obrigação de o emissor informar à plataforma qualquer tipo de publicidade feita pelo próprio emissor ou por pessoa por ele contratada, para que a plataforma assegure, na função de **gatekeeper**, que a publicidade atende aos requisitos normativos, nos termos dos arts. 11, § 4º, 26, I, alínea “I”, e 41, III.

2.2.5 Outros comentários

Duarte Garcia, Serra Netto e Terra Advogados também sugeriram a alteração da redação proposta na Minuta sobre o alerta a ser indicado nos materiais publicitários, de forma a uniformizar a redação de alertas dos materiais publicitários de ofertas de **crowdfunding**, com a redação de alerta de outras ofertas de valores mobiliários, tais como CIC Hoteleiros e cotas de FII, direcionando os potenciais investidores à leitura dos alertas de riscos da oferta destacados na página da plataforma.

EqSeed elogiou a CVM no seu esforço de proteção aos investidores por ter incluído no art. 11 da Minuta o § 3º, que objetiva impossibilitar o esforço de venda e a interface com investidores por meio de participantes não regulados. De modo a garantir a força deste dispositivo relevante, entendeu pertinente que os dizeres “e que sejam administrados sob responsabilidade da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

plataforma” sejam acrescentados ao final do § 3º.

No tocante à sugestão de inclusão de alerta de riscos nos materiais de publicidade da oferta, tendo em vista que já existe obrigatoriedade de direcionamento para as informações essenciais da oferta na página da plataforma, a CVM concluiu que não seria necessária tal inclusão para esse tipo específico de oferta. Como se trata de uma comunicação muito singular e regrada, com conteúdo máximo a ser veiculado e redirecionamento obrigatório previstos na regulamentação, entendeu-se que tal previsão poderia ser dispensada. Portanto, a sugestão não foi acatada.

A sugestão de redação da Eqseed para a parte final do § 3º ao art. 11 foi aceita e está reproduzida no **caput** do art. 10 da Resolução.

2.3 Proteção dos investidores

2.3.1 Escrituração

Na Minuta submetida à audiência pública foi incluída a exigência de contratação, pelo emissor, de escriturador de valores mobiliários desde o momento da oferta pública e durante toda a existência do valor mobiliário ofertado. Também foi proposta alteração da então vigente Instrução CVM 543, de 20 de dezembro de 2013, para permitir que o serviço de escrituração pudesse ser prestado por pessoas jurídicas que não fossem instituições financeiras.

Em sua manifestação, Basement fez menção à restrição legal presente na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que determina que somente instituições financeiras autorizadas pela CVM podem manter serviços de escrituração de ações e de outros valores mobiliários.

O participante apresentou uma solução alternativa, focada no mesmo objetivo, ou seja, enfrentar as preocupações sobre o controle da titularidade dos valores mobiliários, tendo sugerido a imposição de algumas obrigações análogas às daquelas do escriturador, conforme dispostas na Instrução CVM 543, de modo a atingir os objetivos de profissionalização e controle pretendidos pela CVM.

EqSeed elencou outros pontos relevantes, enfatizando inicialmente que, embora a proposta da CVM certamente atue na direção de conferir maior proteção aos investidores e de assegurar a correta movimentação dos títulos por meio de registros escriturais, seria essencial que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

se levasse em conta o impacto de tal exigência ante o efetivo tamanho do mercado de investimento participativo.

Pontuou que além do menor volume, quando comparado com outros mercados, seria também característica a baixa liquidez dos ativos adquiridos pelos investidores e, assim, deveria se ter em mente uma expectativa realista acerca do volume de transações subsequentes que de fato seriam realizadas nos próximos anos, independente de quaisquer permissões introduzidas na regulamentação ou de avanços tecnológicos que simplifiquem e reduzam o custo do processo de escrituração.

O participante opinou que seria exagerado e desproporcional aplicar o arcabouço regulatório que trata de infraestruturas de mercado e a Instrução CVM 543 para garantir que os valores mobiliários distribuídos por meio das plataformas e seus lastros de fato existam, encontrem-se disponíveis para negociação e pertençam ao investidor que os tenha adquirido, especialmente no caso de transferências de titularidade deles, considerando as características deste mercado (menor quantidade de investidores por oferta e volume muito menor de operações e negociações, o que refletiria na desnecessidade de depósito centralizado de valores mobiliários).

Na visão de EqSeed, assegurar a existência dos ativos e seus lastros seria essencial para emissões primárias independentemente da existência de um mercado secundário. Assim, considerou ideal que fosse possível assegurar que os valores mobiliários distribuídos através das plataformas de fato existam, porém, sem cumprir a grande maioria dos requisitos previstos atualmente na Instrução CVM 543, visto ser uma regulamentação desenvolvida especificamente para ações e outros ativos líquidos, que de fato são frequentemente negociados em mercado secundário.

Assim, o participante sugeriu que o serviço de escrituração no mercado de investimento participativo contasse com uma regulamentação própria dentro da Instrução CVM 588, levando em consideração as possibilidades de inovações tecnológicas não disponíveis quando da edição das Instruções CVM 541, 542 e 543, cujos princípios gerais fossem (i) publicidade; (ii) rastreabilidade, (iii) imutabilidade e (iv) capacidade de auditoria. Eqseed defendeu ainda que para reduzir os custos de observância seria preferível que as plataformas apenas escriturassem os valores mobiliários emitidos em seus ambientes.

Da mesma forma, Cluster 21 e Tozzini Freire afirmaram que poderiam ser adotados



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

critérios mínimos para prestação de serviços de escrituração eletrônica diretamente pela plataforma, de forma a garantir uma maior segurança para a escrituração eletrônica, mas sem a necessidade de atender a todos os requisitos impostos pela Instrução CVM 543.

Basement apontou que a obrigação de escrituração dos ativos objeto de oferta pública deveria ser exigida direta e expressamente do emissor e que a ausência de oponibilidade direta ao emissor da obrigatoriedade de contratação do serviço de escrituração poderia enfraquecer a medida e dificultar a sua adoção. Desse modo, propôs que fosse inserida a obrigatoriedade de escrituração dos ativos objeto de oferta no art. 3º na forma de um novo inciso, como requisito próprio da oferta dispensada de registro pela Instrução CVM 588.

Uma preocupação acerca da natureza dos ativos objeto de escrituração também foi levantada por Basement. No entender do participante, a obrigação de escrituração não deveria se limitar aos valores mobiliários objeto de oferta pública, devendo abarcar os ativos resultantes da conversão ou exercício de direitos oriundos dos valores mobiliários originalmente ofertados.

Basement expressou que poderia ser complexo operacionalizar e fiscalizar a implementação da escrituração apenas daqueles ativos ofertados quando se tratarem de ações, originalmente emitidas como tal ou decorrentes da conversão de instrumentos conversíveis emitidos publicamente, alegando que seria comum que ações ofertadas publicamente pertencessem a uma mesma classe de ações objeto de emissão privada, o que tornaria impossível a sua individualização para fins de escrituração.

Duarte Garcia, Serra Netto e Terra Advogados sugeriram que os custos da contratação dos serviços de escrituração dos títulos a serem ofertados via **crowdfunding** fossem passíveis de negociação entre o emissor e a plataforma, permitindo que fossem diluídos nos custos da oferta, desde que expressamente previstos nos documentos da operação.

Pesquisadores UERJ/UFRJ e GT Impacto sugeriram que, em vez da obrigatoriedade de escrituração para todos os emissores, a regulação pudesse adotar a exigência de que os emissores adotem sistemas de controle próprios ou terceirizados a fim de garantir o registro seguro da titulação de valores mobiliários de sua emissão. Nesses casos, a plataforma poderia atuar de modo a verificar a eficácia de tais sistemas, como condição para a autorização da oferta em seu ambiente. Desta forma, estar-se-ia também barateando a atividade regulatória por parte da CVM, uma vez que se terceirizaria à plataforma parte deste ônus, em busca de uma maior proteção aos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

investidores.

Como outra possibilidade, poderia ser adotado o critério de diferentes exigências conforme faixas de receita anual, sugestão que seguiria a mesma lógica da proposta de alteração que passa a exigir auditoria das demonstrações financeiras dos emissores que já tenham ultrapassado o valor de R\$ 5 milhões de receita bruta anual. Para as empresas abaixo desse patamar, seria exigida a informação e manutenção de sistemas e controles que garantam o registro da titularidade dos valores mobiliários ofertados.

ABCripto, Tiger Equity Participações e MBDA, em relação às formas de escrituração, enxergaram como oportuno salientar que os recentes avanços nos mercados financeiros e de capitais, nacional e internacionalmente, especialmente no que diz respeito à utilização de novas tecnologias, como as tecnologias de registro distribuído (DLT) e também a própria tecnologia **blockchain**, seriam fatos notórios representativos de avanços nas formas de registrar, documentar, armazenar, validar e instrumentalizar operações típicas do mercado financeiro. Dentre as inúmeras vantagens associadas à utilização de tecnologias como o **blockchain** na escrituração de valores mobiliários, encontram-se a segurança, a transparência, a rastreabilidade e a auditabilidade das informações.

Dessa forma, destacaram o uso do **token** e que seria mais adequado, para o caso em que os valores mobiliários fossem registrados nesse formato, que o agente responsável por sua guarda e manutenção fosse um tipo especial de custodiante, um “custodiante digital”, que pudesse atuar tanto em nome do agente emissor como do titular do ativo, ao invés de um escriturador ou um custodiante no formato existente hoje. Salientou que a existência de um custodiante digital devidamente autorizado pela CVM conferiria legitimidade à custódia de criptomoedas e criptoativos, viabilizando a aquisição desses ativos por entes hoje impedidos de adquiri-los, como é o caso dos fundos de investimento, saneando eventuais falhas desse mercado.

MBDA defendeu, assim, o endereçamento da regulação sobre custódia de ativos digitais, **tokens**, criptomoedas e criptoativos, tendo sugerido (i) a inclusão na regulamentação pátria dos ativos desmaterializados não gerados em formato escritural (como os **tokens**, criptoativos e criptomoedas); (ii) ajustes na Instrução CVM 542 a fim de prever essa nova modalidade de custodiante, o “custodiante digital”, para a custódia de ativos digitais (aqui entendidos como os ativos desmaterializados gerados de forma não escritural); (iii) que a CVM trilhasse caminho regulatório para possibilitar, futuramente, a aquisição de criptoativos por fundos de investimento;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

e (iv) alternativamente, caso a sugestão acerca da regra de custódia não fosse aceita, o ajuste na regulamentação de escrituração a fim de permitir a escrituração por meio de **tokens**.

nTokens e ABFintechs solicitaram que fossem esclarecidas as responsabilidades da plataforma vis-à-vis as dos emissores, ou seja, que se esclareça que cabe à plataforma garantir a titularidade dos valores mobiliários e ao emissor contratar o escriturador.

ABFintechs sugeriu que inicialmente os serviços de escrituração para as ofertas realizadas por meio das plataformas se restringissem ao controle de passivo, sendo o recebimento e tratamento de incidentes uma possibilidade, mas não uma exigência. Nesse sentido, propôs que as plataformas fossem dispensadas de realizar o tratamento de incidentes e a constituição de ônus e gravames, nos termos da Instrução CVM 543.

Para B3, o principal motivador para a obrigatoriedade de contratação de serviços de escrituração seria a inserção da possibilidade de negociação secundária com valores mobiliários ofertados no ambiente das plataformas. Assim sendo, e considerando os custos envolvidos na contratação de tais serviços e o número reduzido de seus prestadores, propôs uma aplicação mitigada da regra para permitir que emissores que não tivessem interesse na negociação no mercado secundário não fossem obrigados a contratar serviço de escrituração.

GT Impacto propôs que fosse estabelecido um prazo adequado para as plataformas se ajustarem à referida obrigação, sugerindo, pelo menos, 1 (um) ano. O participante também defendeu que a CVM emitisse alguma orientação mais específica sobre os requisitos operacionais e tecnológicos exigidos daqueles que desejarem realizar esse serviço exclusivamente para emissores de valores mobiliários ao amparo da Instrução CVM 588.

Crowdinvest, Bloxs e Costa Oliveira Advogados propuseram que a contratação de serviços de escrituração fosse exigida apenas (i) para valores mobiliários de sociedades empresárias de pequeno porte que, no exercício social anterior à oferta, apresentassem receita bruta anual superior a R\$ 16 milhões; ou (ii) para emissores que desejassem ter a intermediação secundária de seus valores mobiliários facilitada pelas plataformas, independentemente da sua receita bruta anual.

Crowdinvest citou que o mercado de **crowdfunding** poderia ser um ambiente de teste para novas tecnologias aplicadas aos serviços de escrituração, uma vez que a tendência natural seria a de que as plataformas que desejarem se registrar e demais participantes registrados, nos termos da Instrução CVM 543, buscassem desenvolver mecanismos mais baratos de controle de titularidade



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de valores mobiliários que pudessem ser arcados por sociedades com receita bruta pouco superior a R\$ 16 milhões, sem que isso representasse um ônus excessivo para micro e pequenas empresas que desejassem se financiar por meio do **crowdfunding**, mas que não tivessem receita suficiente para arcar com os serviços de escrituração.

Com essa solução, acreditam que as micro e pequenas empresas, centrais no mercado de **crowdfunding** de investimento, não teriam seus projetos de captação inviabilizados e seria possível o desenvolvimento de um ambiente de teste para o surgimento de novas tecnologias aplicadas aos serviços de escrituração.

Alternativamente, Crowdfund, Bloxs e Costa Oliveira Advogados defenderam que, se a ausência da escrituração não for aceitável para a CVM, que fosse incluída uma obrigação específica para o diretor responsável das plataformas assegurar que os emissores possuam mecanismos e sistemas de registro eficazes sobre a titularidade dos valores mobiliários por eles emitidos. Assim, tais emissores não seriam obrigados a contratar prestadores de serviço de escrituração, mas sim manter sistemas e controles próprios ou terceirizados que garantissem o registro eficaz e seguro da titularidade dos valores mobiliários de sua emissão.

Freitas Ferraz entendeu que, levando em consideração principalmente a ampliação dos limites da oferta constante da Minuta, bem como a proposta de permitir a intermediação de compra e venda de valores mobiliários pelas plataformas, haveria mérito na exigência relativa à obrigatoriedade da escrituração se essa estivesse relacionada aos emissores de maior porte e àqueles cujos valores mobiliários fossem objeto de intermediação secundária. O participante enxergou como razoável a manutenção da exigência de escrituração dos valores mobiliários somente para (i) os emissores que apresentassem receita bruta anual superior a R\$ 30 milhões; e (ii) os emissores que possuíssem valores mobiliários objeto das atividades de intermediação secundária.

UpAngel sugeriu que fosse ampliada a guarda, na plataforma, dos valores mobiliários até o total daqueles emitidos pela empresa, ou seja, tanto dos valores mobiliários objeto da oferta, assim como dos que já constassem do **captable**, cobrindo 100% da custódia e emissão dos valores mobiliários.

FIESP defendeu a manutenção da redação do inciso XI do art. 28 da Instrução CVM 588, “que não abre exceção às plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

administradores e funcionários para realizar a guarda dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores, o que confere segurança jurídica”.

Wiztartup afirmou que a escrituração deveria se aplicar somente para o caso de negociação do título em um possível mercado secundário, pois acredita que poderia atrair um fluxo maior de investidores. Indagou se seria admissível para a CVM, para fins da autorização para o serviço de escrituração, o estabelecimento de um código único de identificação do contrato de investimento, acordado entre a empresa e o investidor, que seria inserido pelas plataformas utilizando os mesmos sistemas que essas já utilizam para realização das ofertas.

Além desses pontos, GT de Impacto ressaltou que a plataforma deveria ser responsável por assegurar contratualmente com o escriturador a obrigação de comunicação, no prazo máximo de 24 (vinte e quatro) horas, no caso de negociação secundária privada fora do ambiente da plataforma.

Basement alertou que seria possível que a plataforma, intermediadora de negociações secundárias, e o escriturador do valor mobiliário negociado não fossem a mesma pessoa jurídica. Por esta razão, recomendou que a norma previsse requisitos mínimos de comunicação entre essas duas figuras, a fim de evitar disparidades de informações sobre o valor mobiliário (e.g. sua titularidade e restrições à sua negociação), bem como garantisse que as validações e interações se dessem em tempo hábil e adequado, sob pena de prejuízo aos investidores envolvidos, sendo que tais salvaguardas se assemelhariam à estrutura do depósito centralizado.

Em função dos comentários recebidos e da preocupação com os custos de observância decorrentes da imposição da contratação de escriturador, especialmente considerando que o mercado de **crowdfunding** tem características muito particulares que justificam um desconto regulatório, como, por exemplo, o porte dos emissores, o tamanho das ofertas e a existência de limites individuais de investimento, a CVM optou por flexibilizar tal exigência, como será detalhado ao longo deste **box**.

O critério utilizado para estabelecer a flexibilização da necessidade de contratação de escriturador registrado na CVM nos termos da Resolução CVM 33 é o fato de os valores mobiliários ofertados estarem no ambiente de uma ou mais de uma plataforma, havendo exceções apenas para o tratamento do estoque.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Sociedades que tenham realizado ofertas em apenas uma plataforma

Nessa situação, a plataforma, por conhecer a sociedade empresária de pequeno porte e os investidores que aderiram à oferta, poderá prestar os serviços de controle de titularidade e de participação societária, isentando o emissor da necessidade de contratação de escriturador registrado.

Portanto, ainda que os valores mobiliários possam ser objeto de transações subsequentes, pelo fato de a plataforma exercer a função de intermediadora de tais transações, inclusive com obrigações relacionadas à efetivação da transferência, ela conseguirá enxergar as movimentações realizadas e exercer as funções de controle de titularidade e de participação societária, que passam a estar previstas na regulamentação.

Assim, na linha de grande parte dos comentários recebidos, tais controles passam a ser definidos e regulamentados na própria norma do **crowdfunding** de investimento, estando à disposição das plataformas como um serviço adicional a ser prestado às sociedades empresárias de pequeno porte.

É importante ressaltar que as plataformas não são obrigadas a prestar esses serviços. Contudo, caso não prestem, todas as sociedades empresárias de pequeno porte que realizarem ofertas públicas no âmbito da plataforma deverão contratar escriturador registrado na CVM.

As plataformas que desejarem prestar tais serviços deverão observar os requisitos e exigências previstas na nova Seção II do Capítulo IV da Resolução. Previamente ao início da prestação, as plataformas devem informar à SSE sobre o início estimado e atestar que cumprem os requisitos e exigências normativas aplicáveis.

Sociedades que realizem ofertas em mais de uma plataforma

Nos casos de sociedades empresárias que realizem ofertas públicas de valores mobiliários em mais de uma plataforma, não será possível a contratação dos serviços de controle de titularidade e de participação societária junto a uma das plataformas. Isso ocorre pela falta de visibilidade de qualquer das plataformas sobre o que ocorre no ambiente da outra.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Nessa circunstância, haverá a necessidade de contratação de escriturador, independentemente da atuação de qualquer das plataformas como intermediadora de transações subsequentes.

Para fins do exposto, foi incluído o inciso V no art. 3º prevendo como requisito para toda oferta pública de **crowdfunding** de investimento que os valores mobiliários objeto da oferta pública, bem como todos aqueles com eles fungíveis, sejam objeto de escrituração ou de controle de titularidade e de participação societária, conforme o caso.

Em ambos os casos, a exigência se impõe a partir da data de início da oferta pública e durante toda a existência dos valores mobiliários ofertados publicamente, persistindo a obrigação no caso de conversão de valores mobiliários em participação.

Estoque. Não será obrigatória a contratação dos serviços de controle de titularidade e de participação societária (ou contratação de escriturador, conforme o caso) em relação às ofertas de **crowdfunding** de investimento iniciadas antes da entrada em vigor da Resolução, nos termos do art. 53.

Entretanto, caso os emissores de tais ofertas desejem autorizar que a plataforma atue como intermediadora de transações subsequentes dos valores mobiliários objeto da oferta (e daqueles com eles fungíveis), deverão contratar a plataforma que distribuiu a oferta para prestar os serviços de controles mencionados ou os serviços de escrituração (se já tiver realizado ofertas em mais de uma plataforma).

Em linha com as sugestões de GT Impacto e Basement, a CVM incluiu obrigação de a plataforma comunicar em até 24 (vinte e quatro) horas ao escriturador a ocorrência de qualquer transferência de titularidade entre investidores.

Ressalta-se que, tendo em vista a flexibilização da obrigatoriedade de contratação de escriturador e os comentários no sentido de que a regulamentação atual que dispõe sobre o regime de escrituração precisaria de outros ajustes e adaptações a fim de permitir que instituições não financeiras pudessem prestar os serviços de escrituração de valores mobiliários, a CVM resolveu que não seria oportuno, neste momento, manter a proposta de alteração do art. 4º da atual Resolução CVM 33.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação à previsão de uma espécie de custodiante digital, a sugestão não foi objeto da audiência pública e, portanto, não foi acatada, sem prejuízo de a CVM analisar a matéria oportunamente, inclusive a partir das experiências no âmbito do seu **Sandbox** Regulatório.

Vale destacar que a CVM enxerga as tecnologias nascentes como ferramentas para o exercício das funções regulamentadas. Assim, não há restrição para o uso de tais tecnologias pelas plataformas na prestação dos serviços de controle de titularidade e de controle de participações, desde que condizentes com os comandos regulatórios em vigor.

No tocante à guarda dos valores mobiliários, a CVM acatou os comentários no sentido de não implementar a proposta contida no art. 28, XI, da Minuta, de forma a manter a vedação coerente com os demais dispositivos do **caput** do referido artigo (atual art. 36 da Resolução), sem prejuízo de, uma vez obtida a autorização específica, a plataforma atuar nessas atividades.

2.3.2 Estrutura das plataformas

Em relação ao tema, foi proposto na Minuta (i) um aumento do valor do capital social mínimo de R\$ 100 mil para R\$ 200 mil como requisito para que as plataformas de investimento participativo pleiteiem o seu registro junto à Comissão; e (ii) a exigência de contratação de um profissional voltado para a atividade de controles internos (**compliance**) a partir do momento em que o somatório das captações realizadas pela plataforma atingir o valor de R\$ 15 milhões em um mesmo exercício social.

Em relação à proposta de aumento do capital social, EqSeed foi favorável à iniciativa e entende que é inviável o lançamento de qualquer plataforma com investimento financeiro inferior a R\$ 400 mil. Considerando as exigências atuais, bem como as mudanças propostas pela CVM, defendeu que este seria o valor mínimo necessário para investimento em tecnologia, assessores legais, **compliance** e recursos humanos para lançar uma plataforma minimamente viável e robusta no mercado.

EqSeed comentou que um dos maiores riscos para o mercado de **crowdfunding** de investimento é a possibilidade de operação de plataformas com poucos recursos, robustez e profissionalismo. O participante alertou que existem plataformas que “basicamente copiam o modelo, e até o site e documentação, de plataformas com mais experiência, assim se beneficiando de uma barreira de entrada baixa de forma perversa e não desejável”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Por outro lado, os Pesquisadores UERJ/UFRJ sugeriram medidas de proteção ao investidor que não representassem barreiras à entrada de pequenos negócios com potencial de crescimento no mercado das plataformas de intermediação. Citaram como exemplo a Instrução CVM nº 626, de 18 de maio de 2020, que dispõe sobre o **Sandbox** regulatório para negócios inovadores em atividades no mercado de capitais, que elenca critérios mínimos de segurança.

Dessa forma, sugeriram que a aprovação do registro da plataforma como intermediária de **crowdfunding** de investimento seja balizada pela (i) demonstração dos mecanismos a serem utilizados para proteção contra ataques cibernéticos e acessos lógicos indevidos a seus sistemas; (ii) produção e guarda de registros e informações, inclusive para fins de realização de auditorias e inspeções; e (iii) prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo. Os participantes comentaram que talvez seja pertinente também exigir que tais mecanismos fossem informados ao investidor.

Cluster 21 e Tozzini Freire sugeriram que a CVM não estabeleça o valor em termos do capital social integralizado, mas sim em termos dos investimentos recebidos desde a fundação da plataforma.

GPITECh defendeu a manutenção do capital social mínimo atualmente previsto na Instrução CVM 588 em função de potenciais prejuízos com a implementação do novo requisito de capital social mínimo, além de ter dúvidas sobre a adequação desta medida ao propósito de fortalecimento estrutural das plataformas. O participante afirmou que a medida poderia criar “barreiras artificiais à entrada de novos competidores, prejudicando a concorrência no mercado, propagando arbitrariedades de preços e, potencialmente, estruturas de plataformas menos eficientes”.

O participante salientou que cada plataforma se configurará para atender determinados público-alvo e segmento de projetos e que a depender do plano de negócios e do propósito de cada plataforma, a estrutura necessária para o desenvolvimento de suas atividades será diferente e, conseqüentemente, o nível mínimo de investimento também o será, manifestando-se contra a imposição de um requisito não ajustável.

O participante enfatizou que a Instrução CVM 588 já dispõe de mecanismos adequados para impedir que uma plataforma com estrutura incompatível com a sua atividade venha a participar deste mercado, mesmo que tal plataforma possua capital social muito superior ao novo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

patamar proposto, em função do poder discricionário da CVM de indeferir pedidos de autorização, caso identifique que o requerente não demonstrou capacidade financeira e condições técnicas e operacionais necessárias ao exercício da atividade.

Baptista Luz e Veirano também comentaram que dobrar o valor do capital social mínimo, conforme proposto na Minuta, significaria criar uma possível barreira de entrada a novos **players** neste mercado e acredita ser contraproducente com os objetivos de fomento à participação cada vez maior de novas plataformas de **crowdfunding** de investimento no Brasil. Assim, sugeriram a manutenção do valor constante da redação atual.

Foram recebidas, ainda, manifestações relacionadas à necessidade de uma regra de transição em relação a este aumento. Nessa linha, Crowdinvest, Bloxs e Costa Oliveira Advogados pediram esclarecimentos sobre o alcance da exigência de aumento do valor do capital social mínimo, se a mudança seria aplicável apenas às novas plataformas que solicitarem registro a partir da entrada em vigor da nova regra ou se as plataformas atualmente registradas também deverão atender ao novo requisito.

Basement, no mesmo tópico, sugeriu que, em caso de a exigência se aplicar às plataformas já registradas, a CVM estabeleça um prazo para adequação das plataformas ao novo requisito de capital.

A CVM reforça sua preocupação com a eventual falta de estrutura compatível com o exercício de uma atividade regulada e que tem as plataformas como o principal ator e guardião do cumprimento da regulamentação. Nesse sentido, optou por manter a proposta de requisito de capital mínimo integralizado de R\$ 200 mil, com a previsão de uma regra de transição no art. 55, inciso I, da Resolução para as pessoas jurídicas que já tenham autorização para prestação de serviços de plataforma eletrônica de investimento participativo ou que estejam no processo de obtenção de tal autorização.

A medida se justifica pela relevância do papel das plataformas ao conduzir captações milionárias para empreendedores, muitas vezes de pequeno porte, por meio de uma oferta pública dispensada de qualquer análise prévia por parte da Autarquia e destinada a investidores não qualificados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Portanto, considera-se que o exercício da atividade de plataforma envolve necessariamente um investimento mínimo de maneira a tornar a pessoa jurídica apta a exercer com segurança suas atribuições e cumprir com as inúmeras obrigações e requisitos que revestem essa modalidade especial de oferta pública.

Apesar da eventual imperfeição da métrica, ressalte-se que o capital social já é o parâmetro em utilização e pode ser entendido como uma **proxy** do investimento inicial para que um participante exerça adequada e diligentemente as diversas atribuições decorrentes da regulamentação. Cumpre salientar que a responsabilidade das plataformas se aguça com o aumento – que ora se implementa – de 200% do valor máximo de captação em relação ao vigente durante a existência da Instrução CVM 588.

Não se considerou pertinente relacionar esse valor a investimentos específicos feitos na plataforma, pois a imposição de tal requisito seria de difícil aferição. De qualquer forma, cabe à área responsável pela análise do pedido de autorização verificar se o requerente possui capacidade financeira e condições técnicas e operacionais necessárias ao exercício da atividade podendo, na ausência de tais condições, indeferir o pedido ou cancelar o registro da plataforma.

No tocante à exigência em relação ao profissional de **compliance** para a plataforma que realize, em um exercício social, captações superiores a R\$ 15 milhões, B3 comentou que a norma deve incluir maiores detalhes de especificação das funções a serem desempenhadas pelo profissional responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas pela Instrução. Afirmou, ainda, que o emissor deveria garantir recursos suficientes para que tal profissional consiga desempenhar suas funções de forma adequada.

Os participantes Crowdinvest, Bloxs e Costa Oliveira Advogados também indagaram sobre as exigências em relação ao profissional responsável pela atividade de controles internos, em especial, se o profissional de **compliance** deve apresentar alguma formação ou experiência específica para cumprir tal função; e se a exigência de manutenção do profissional de controles internos seria aplicável a todos os exercícios sociais subsequentes a partir do primeiro ano em que a plataforma atingir o volume de R\$ 15 milhões, ainda que o volume dos anos subsequentes venha ser inferior ao limite.

Por fim, EqSeed apoiou, em princípio, a iniciativa de se exigir um profissional voltado para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

a atividade de controles internos, desde que aplicável somente a partir do momento em que a plataforma de fato alcance e mantenha um porte proporcional a tal exigência. Considerou a exigência desproporcional e excessivamente onerosa, sugerindo o valor de R\$ 120 milhões em volume total de ofertas que tenham logrado êxito, sem consideração do período temporal, ou R\$ 30 milhões, caso o valor fique atrelado ao período de um ano.

A exigência de um profissional voltado para a atividade de controles internos foi mantida na Resolução. Entretanto, a CVM acatou a sugestão da EqSeed no sentido de ampliar o valor que enseja a exigência de contratação de tal profissional.

Assim, a norma passa a prever que a partir do momento em que o somatório das captações realizadas pela plataforma atingir o valor de R\$ 30 milhões em um mesmo exercício social, a plataforma é obrigada a contratar um profissional voltado para a atividade de controles internos.

Saliente-se que após o atingimento do volume de captação indicado, a exigência de atuação de um profissional de **compliance** torna-se permanente e a plataforma deverá nomear tal profissional até 1º de março do exercício seguinte, bem como comunicar à CVM e incluir tal informação no relatório anual previsto no Anexo H.

Adicionalmente, à luz dos comentários recebidos, foram trazidas especificações acerca da atuação de tal profissional, presentes nos incisos do § 1º do art. 27. Em especial, destaca-se a necessidade de o profissional apresentar qualificação compatível com o exercício de suas funções (sem que tenha sido imposta nenhuma certificação específica). Além disso, ele deve ter autonomia para o exercício de suas funções e se reportar diretamente à instância máxima da plataforma.

Com o fim de robustecer ainda mais o regime de proteção aos investidores e otimizar os recursos da administração pública, em atendimento ao princípio da eficiência, optou-se por fixar parâmetros adicionais a serem observados pelas plataformas, conforme pormenorizado a seguir.

Desde a edição da Instrução CVM 588, o número de plataformas registradas cresceu 1020%, passando de 5 plataformas ativas, ao final de 2017, para 57 plataformas registradas até o momento (abril de 2022).

Ainda que o elevado número de plataformas possa ser um indicativo do sucesso da regulamentação, verifica-se que as ofertas se concentram em um grupo relativamente pequeno de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

plataformas, sendo que algumas sequer realizaram ao menos uma oferta pública, mesmo meses após a obtenção do registro.

Dessa forma, com vistas a otimizar o trabalho de supervisão da CVM, optou-se por incluir, no art. 24 da Resolução, duas novas hipóteses de cancelamento de ofício de registro das plataformas: (i) a ausência de início de distribuição de ofertas públicas durante o período de 18 meses; e (ii) a ausência de conclusão de distribuição de ofertas públicas com êxito no prazo de 36 meses.

A checagem será feita de forma contínua pela CVM, de modo que a realização de uma oferta dará ensejo ao início da contagem de um ou outro prazo, conforme a oferta tenha ou não logrado êxito, sendo que ofertas encerradas com êxito reiniciam o prazo em ambos os casos. A primeira checagem quanto ao possível enquadramento em uma dessas hipóteses ocorrerá apenas em 1º de janeiro de 2023, conforme § 2º do art. 57 da Resolução.

2.3.3 Regime informacional das sociedades empresárias de pequeno porte

Foram propostos na Minuta diversos ajustes no conteúdo das informações das sociedades empresárias de pequeno porte objeto das ofertas públicas realizadas por meio do **crowdfunding**, que foram concentradas no Anexo 8, com destaque para (i) obrigatoriedade de auditoria das demonstrações financeiras dos emissores que já tenham ultrapassado o valor de R\$ 5 milhões de receita bruta anual; (ii) informações sobre a expectativa de participação dos investidores após a conversão dos valores mobiliários conversíveis; e (iii) conjunto de informações específico para valores mobiliários de dívida não conversíveis, buscando incorporar as principais informações que devem ser examinadas pelos investidores ao adquirir tais títulos.

2.3.3.1 Auditoria das demonstrações financeiras

B3 destacou que tal imposição implicará custos substanciais, especialmente para as companhias em estágio inicial de desenvolvimento. Assim, considerando que, com a auditoria, as companhias não incorrem apenas no custo da contratação de auditores, mas também de uma série de processos para preparar e organizar as suas informações financeiras, B3 sugeriu a exclusão desta exigência.

Alternativamente, B3 recomendou que, caso a CVM decida manter a exigência, que fosse



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

revisado o critério estabelecido na Minuta, sugerindo que fosse levado em conta como parâmetro o volume da oferta, citando que esse critério é utilizado na regra estadunidense. Para transposição deste requisito para a realidade brasileira, e levando em conta os limites atuais conforme propostos na Minuta, B3 defendeu ser possível o estabelecimento de uma faixa mais alta (entre R\$ 7,5 milhões e R\$ 10 milhões, por exemplo), de modo que somente as companhias que mais tiverem sucesso em sua captação fiquem obrigadas à contratação de serviços de auditoria independente.

Confiance Invest sugeriu também a exigência de auditoria anual somente para captações acima de R\$ 10 milhões visando nesses casos maior transparência e controle interno das emissoras. Na mesma linha, ABFintechs comentou que o custo da auditoria não seria justificável no patamar determinado na Minuta, e sugeriu que tal obrigatoriedade fosse aplicada às sociedades que tenham atingido receita bruta anual de R\$ 10 milhões ou às sociedades cuja captação ultrapassasse R\$ 5 milhões.

Basement propôs que fosse exigida auditoria somente se a receita bruta anual do emissor fosse superior a R\$ 16 milhões, citando a utilização deste critério na Instrução CVM 578. Comentou que, embora seja uma exigência desejável, “o filtro para incidência desta obrigação está demasiadamente baixo, implicando um custo adicional, desproporcional e excessivamente oneroso a sociedades empresárias de pequeno porte cujo faturamento não justificaria tal exigência”.

Além disso, propôs, objetivando garantir proteção adicional aos investidores e a consistência das informações apresentadas durante e após a oferta pública, que a exigência de auditoria das demonstrações financeiras introduzida pela Minuta não se limitasse apenas às demonstrações apresentadas no âmbito da oferta pública, devendo ser estendida também às demonstrações financeiras anuais apresentadas nas assembleias gerais ou reuniões de sócios ordinárias.

Beegin Invest ressaltou que na Instrução CVM 578 a obrigação de auditoria somente é aplicável para empresas que apresentam receitas muito superiores, e sugere que os parâmetros estabelecidos na Instrução CVM 588 guardem coerência com aqueles da Instrução CVM 578 para capital semente, ou seja, R\$ 16 milhões de receita bruta. A participante propôs que, no caso das sociedades cujos valores mobiliários fossem objeto de negociação em mercado secundário, a existência de auditoria deveria ser obrigatória.

Similarmente, Crowdinvest, Bloxs e Costa Oliveira Advogados também sugeriram que a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

obrigatoriedade se aplicasse apenas às sociedades emissoras com receita bruta anual superior a R\$ 16 milhões. Adicionalmente, sugeriram que, em qualquer caso, a obrigatoriedade deveria se aplicar apenas a partir do exercício social subsequente à oferta.

Segundo os participantes, a grande maioria das sociedades que recorrem às plataformas para estruturar e distribuir seus valores mobiliários não conta com auditoria independente, em razão dos altos custos desse serviço no mercado. Assim, a imposição da exigência de “realização de trabalho de auditoria previamente à oferta atrasaria muito o processo de originação de operações, tornando o lançamento das ofertas públicas demasiadamente moroso para uma indústria que, por suas características, deveria ser simples e célere”.

EqSeed alertou que a imposição da obrigação traz o risco real de tornar a Instrução CVM 588 uma regulamentação que teoricamente permite transações, mas que é pouco utilizada na prática, por passar a ter enormes desincentivos relativos a tempo de preparação da oferta (entendido como vital para as **startups**) e valores elevados envolvidos. EqSeed também compartilhou as preocupações acerca da assimetria que seria criada com a regulamentação dos FIP, na qual tal requisito não se aplica até a receita bruta anual de R\$ 16 milhões no caso do FIP Capital Semente. Para o participante, “não faz sentido que a auditoria externa seja obrigatória inclusive até o limite proposto de receita bruta anual de R\$ 30 milhões”.

EqSeed alertou que a exigência proposta na Minuta representaria um sério desvio do modelo do **crowdfunding** de investimento que “tem como grande vantagem que a grande maioria, se não todos, os custos para os emissores só incidem após o fim da distribuição de valores mobiliários com êxito, momento no qual a empresa já recebeu o aporte de recursos e tem condições financeiras mais robustas. Exigir que o emissor de pequeno porte, especificamente em momento que ele já necessita de financiamento adicional, possa arcar com uma despesa prévia volumosa, sendo auditado antes da realização da oferta, sem nenhuma garantia de que será bem-sucedida e que assim a empresa de fato receberá os recursos almejados, será um grave desincentivo para o desenvolvimento do mercado”. O participante avaliou o impacto nos custos de captação chegando à conclusão de estes serão incrementados instantaneamente de cerca de 10% para 50% do valor captado.

Para valores de captações de até R\$ 20 milhões, EqSeed afirmou que seria suficiente e adequado apenas haver, entre as informações essenciais previstas no Anexo 8, a indicação se houve ou não auditoria das demonstrações financeiras por auditor independente registrado na CVM,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

cabendo ao próprio investidor ter discernimento e analisar as informações essenciais de forma integrada para decidir se entende como adequado ou não o investimento.

Nessa linha, EqSeed defendeu que a divulgação de demonstrações contábeis com a assinatura do contador responsável e das certidões pertinentes de regularidade e negativas de débito fosse incluída como exigência na norma. O participante sugeriu ainda divulgar, entre as informações essenciais do Anexo 8, comprovante do saldo atual da empresa no momento da oferta pública, o que representaria uma forma de auditoria simplificada, mais adequada e proporcional a esse mercado, sem os custos e prazos excessivos de uma auditoria independente.

Freitas Ferraz considerou ser válida a exigência pela importância deste mecanismo para a segurança e o acesso à informação dos investidores, apesar de reconhecer que os custos adicionais podem criar dificuldades de acesso a este mercado.

O participante citou a Lei nº 11.638, de 2007, que somente estabeleceu obrigação de auditoria independente às sociedades com ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões. Na visão de Freitas Ferraz, por ser uma captação pública de recursos, existe sentido na exigência em relação à auditoria independente ser mais rígida que aquela prevista na Lei nº 11.638, de 2007. Portanto, sugeriu “que a exigência de auditoria das demonstrações financeiras se aplique aos emissores que tenham apurado receita bruta anual superior a R\$ 30 milhões no exercício social encerrado no ano anterior à oferta”.

Adicionalmente, Freitas Ferraz, observou que a redação da alínea “e” da seção 1 do Anexo 8 da Minuta não estabeleceu o momento de verificação da receita bruta anual para fins de aplicação da exigência de auditoria das demonstrações financeiras. Portanto, sugeriu que a verificação do parâmetro referente ao valor da receita bruta anual corresponda àquela do exercício social imediatamente anterior ao da oferta.

Wiztartup comentou que o regime informacional adiciona maior transparência aos dados fornecidos para os investidores pelas sociedades de pequeno porte, desde que a auditoria não aumente excessivamente os custos de uma captação, podendo este ser um ponto sensível para essas empresas.

O participante sugeriu impor uma auditoria deste tipo somente para empresas que possuam um faturamento bruto anual superior a R\$ 10 milhões de forma que o custo adicional tenha um impacto menor. O participante enxergou um contrassenso na proposta constante da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Minuta, “pois se a empresa de pequeno porte deve realizar uma auditoria independente nos mesmos moldes que os exigidos para empresas que pretendem abrir capital na bolsa (ou já o fizeram), ela teria que atender requerimentos exigidos para grandes empresas, apesar de ainda não ter atingido este estágio de maturidade”.

A CVM revisou as condições para a exigência de demonstrações contábeis auditadas das sociedades empresárias de pequeno porte propostas na Minuta, tendo fixado a obrigatoriedade de sua apresentação com base em dois diferentes parâmetros: receita bruta anual e valor alvo máximo de captação.

O primeiro parâmetro, o da receita bruta anual, foi elevado de R\$ 5 milhões para R\$ 10 milhões e foi especificado na norma que essa receita deve ser apurada com base nas demonstrações contábeis consolidadas do emissor no exercício imediatamente anterior àquele no qual a oferta será realizada.

Nesse sentido, independentemente do valor a ser captado, caso o emissor tenha auferido receita bruta acima desse valor no exercício anterior à oferta, deverá elaborar, como condição para a realização da oferta, demonstrações anuais auditadas por auditor registrado na CVM, permanecendo tal obrigação nos exercícios seguintes enquanto sua receita se mantiver acima desse patamar.

A apresentação de demonstrações financeiras auditadas será também obrigatória para sociedades empresárias de pequeno porte que realizem ofertas públicas com valor alvo máximo de captação superior a R\$ 10 milhões, devendo apresentar tais demonstrações em conjunto com os demais documentos da oferta.

Nesse segundo caso, não se trata de uma obrigação permanente e sim de uma obrigação pontual na hipótese de, em um determinado ano calendário, o emissor realizar ofertas que, quando somadas, ultrapassem o valor alvo máximo fixado.

Os critérios acima citados estão dispostos no art. 8º, §§ 4º e 5º, da Resolução. No § 2º deste mesmo art. 8º foi feito um ajuste para deixar mais claro que os documentos relacionados devem ser disponibilizados antes do início da oferta e para mudar o nome da seção para “PACOTE



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

DE DOCUMENTOS RELEVANTES”, termo genérico e mais adequado para intitular o conjunto de documentos a serem disponibilizados.

Com a fixação desses parâmetros, a CVM entende que ao mesmo tempo em que o regime informacional é robustecido, notadamente em relação aos números da sociedade de pequeno porte, cria-se uma regra mais flexível que permite que emissores com receitas menores ou com captações inferiores a R\$ 10 milhões deixem de apresentar tais informações no momento da realização da oferta.

Cabe ressaltar que a nova regulamentação só exigirá a auditoria para patamares de valores (tanto de captação, quanto de receita bruta anual) superiores aos que até então eram permitidos pela Instrução CVM 588, de forma que não procedem os comentários no sentido de que a exigência poderia tornar a modalidade subutilizada, pois as modificações não alteram o **status quo** da integralidade das sociedades empresárias de pequeno porte autorizadas a captar hoje.

Além disso, não está a se fazer uma exigência de contratação de firma de auditoria de porte internacional, havendo mais de 300 prestadores do serviço de auditoria de demonstrações contábeis registrados na CVM. Ademais, o custo da auditoria é proporcional à complexidade das atividades e do volume de operações dos emissores, de forma que se espera que isso se reflita em uma cobrança compatível com o porte das sociedades empresárias de pequeno porte a serem abrangidas pela nova exigência.

Em relação à possível harmonização com a norma que regula os Fundos de Investimento em Participações – FIP, ressalta-se que são normas que tratam assuntos diferentes, valores mobiliários diferentes e estruturas de investimento distintas.

O FIP é um fundo de investimento estruturado, atualmente exclusivo para investidores qualificados, que conta com gestão profissional dos recursos investidos e que, por meio de seu gestor, possui influência nas companhias investidas. O investimento via **crowdfunding**, por outro lado, não conta com gestão profissional, pode ser feito por investidores não qualificados e não há, como requisito regulatório, qualquer influência de tais investidores na empresa investida, tratando-se, portanto, de investimentos com características muito distintas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Acerca da sugestão de exigir demonstrações contábeis auditadas somente para emissores que autorizem a plataforma a atuar como intermediadora de transações subsequentes de seus valores mobiliários, a CVM entendeu que não seria pertinente criar dois regimes informacionais distintos nesse caso, pois não foram identificados motivos que pudessem ensejar um tratamento diferenciado dos investidores em função do momento de sua decisão de investimento.

Em relação ao momento de apresentação das demonstrações auditadas, a exigência de que a auditoria ocorra previamente à oferta vem dentro de um contexto de conferir maior proteção ao investidor por meio do aprimoramento do regime informacional dos valores mobiliários emitidos, em especial para ofertas que se encontram na faixa mais alta do intervalo de captação permitido – no caso, entre R\$ 10 milhões e R\$ 15 milhões – tendo em vista o maior impacto que tais captações podem ter no mercado.

A CVM não entendeu pertinente substituir a obrigação de apresentação de demonstrações auditadas por apresentações de certidões e tampouco pela apresentação do saldo em conta do emissor. São obrigações com finalidades distintas e, ainda, há questões de sigilo bancário envolvidas que não permitem que tais informações sejam divulgadas abertamente. Da mesma forma, entendeu-se que não agregaria valor solicitar que o documento seja assinado por contador legalmente habilitado, uma vez que esse requisito já é uma obrigação legal.

2.3.3.2 Outras sugestões de aprimoramento do regime informacional

Foram realizadas propostas específicas relacionadas ao regime informacional da oferta, em especial, mas não se limitando (i) ao aprimoramento das informações sobre a expectativa de participação dos investidores após a conversão dos valores mobiliários conversíveis, e (ii) à previsão de um conjunto de informações específico para valores mobiliários de dívida não conversíveis, buscando incorporar as principais informações que devem ser examinadas pelos investidores ao adquirir tais títulos.

EqSeed sustentou que as informações prestadas pelo emissor poderiam ser mais detalhadas e que a plataforma também poderia estar sujeita a mais requisitos de modo a reforçar sua atuação no papel de **gatekeeper**, papel visto pelo participante como o ponto central da inovação trazida originalmente na Instrução CVM 588. Tais responsabilidades foram apresentadas pela



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

EqSeed como alternativas à imposição de custos e prazos adicionais considerados desproporcionais, como o requisito da auditoria independente já discutido no item anterior. O participante observou que a proposta de aumento do capital social mínimo das plataformas constante da Minuta também atua na direção do reforço da atuação destas como **gatekeeper** pela possibilidade de maior aporte de recursos para controles internos.

EqSeed apoiou o acréscimo da descrição dos processos judiciais, administrativos e arbitrais do emissor às informações essenciais, que na sua experiência são dados relevantes e que são cobrados por investidores. Ademais, em relação ao Anexo 27-II, crê que seria relevante também incluir entre as informações do Relatório Anual o capital social da plataforma, por haver um valor mínimo que a mesma deve observar e por ser assim relevante prestar essa informação periodicamente à CVM.

Basement comentou que a abordagem da Instrução CVM 588, que delega aos emissores, no momento da oferta, a determinação de quais informações serão prestadas para os investidores, seria frágil e inconsistente, por tratar de forma diferente emissoras constituídas sob a forma de sociedades limitadas e anônimas. Nas palavras do participante, “a Instrução CVM 588 poderia exigir que as sociedades empresárias de pequeno porte prestassem informações mais padronizadas e consistentes e que reflitam de maneira mais precisa o desenvolvimento da sociedade”.

Nesse sentido, a fim de acomodar a proposta, apresentou sugestões para inclusão na norma, visando a ter um “regime informacional independentemente da natureza jurídica da sociedade emissora”.

Na visão de Basement, seria mantida a obrigação da plataforma de repassar tais informações aos investidores em até 2 (dois) dias úteis após o seu recebimento, nos termos do art. 21 da Instrução CVM 588, entretanto, a fim de evitar que tal exigência se perpetue indefinidamente no tempo, propôs que a referida obrigação seja limitada ao período de 5 (cinco) anos após o encerramento da oferta, desde que não haja negociação secundária em seu ambiente.

Basement, por acreditar que ações da sociedade emissora podem ser ofertadas diretamente, nos termos da Instrução CVM 588, sugeriu que a redação da alínea “j” do art. 19, I, seja adaptada para: “as informações relacionadas à estrutura de capital da sociedade empresária de pequeno porte, previstas no item 6 do Anexo 8, estejam corretas e reflitam adequadamente a expectativa de participação do investidor quando da emissão das ações ofertadas ou da conversão



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de seus valores mobiliários, conforme aplicável”.

Sugeri também as seguintes alterações à seção 6, alínea “k” do Anexo 8: “apresentar a estrutura de capital social atual e futura do emissor, considerando a conversão ou exercício de todos os valores mobiliários de sua emissão, bem como refletindo os planos de remuneração baseada em ações ou opções, sendo que, em caso de oferta de emissão de valores mobiliários conversíveis, deverá ser considerado o cenário de conversão menos benéfico ao investidor”.

Adicionalmente, Basement considerou que o termo “informações relevantes” constante da alínea “c” do inciso II do art. 20 é vago e solicitou à CVM que seja esclarecido o seu entendimento, bem como complementada a redação da referida alínea “c” caso adequado para melhor entendimento pelo mercado.

O participante ponderou que o conceito abrangido pela Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (“Instrução CVM 358”) seria desproporcional e excessivo se aplicado diretamente ao **crowdfunding** de investimento, razão pela qual sugeriu que a CVM apresente a definição de “informações relevantes” para os fins da Instrução CVM 588, apresentando uma lista exemplificativa das informações de cunho político-administrativo a serem divulgadas, tendo apresentado proposta de redação nesse sentido.

Beegin Invest também comentou este ponto e sugere para definição o conceito de fato relevante todo aquele passível de afetar o preço de negociação da companhia. Se, por hipótese, as negociações forem realizadas em janelas de negociação abertas uma vez por semana, os fatos relevantes deveriam somente ser anunciados em dias em que os papéis não estejam sendo negociados.

Ainda no mesmo dispositivo, Basement sugeriu também que a alínea “a” do atual inciso II do art. 20 da Instrução CVM 588 seja editada para incluir, também, a divulgação de eventual decretação de falência, pedido de autofalência, pedido de recuperação judicial ou de recuperação extrajudicial, independentemente do deferimento do respectivo pedido, dissolução.

Ainda em relação ao tópico da divulgação de informações e transparência, Basement manifestou que é do interesse dos investidores que o Anexo 8 contenha mais informações a respeito do serviço de escrituração e do contrato firmado entre o emissor e o escriturador, como a indicação de quais valores mobiliários de emissão da sociedade emissora serão objeto do serviço de escrituração contratado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No caso de ações, por exemplo, entendeu que caberia informar quais ações da sociedade emissora seriam escrituradas: (i) se todas as ações de emissão da empresa, (ii) se somente as ações pertencentes à mesma classe ou espécie das ações distribuídas na oferta; ou, ainda, (iii) se apenas as próprias ações especificamente distribuídas naquela oferta.

O participante também encaminhou as seguintes propostas de ajustes de redação e reorganização do Anexo 8: (i) inclusão no item (f) da seção 2 do Anexo 8, como possíveis formas de uso dos recursos captados, de “fusão, incorporação ou qualquer outra forma de aporte dos recursos captados na oferta em capital social de outras sociedades”; e (ii) inclusão no item (g) da mesma seção de referência a planos de remuneração já aprovados ou em fase de implementação ou negociação; e (iii) transferência do item (I) para a seção 3 e ajuste de alguns termos que estão repetidos, pois já constam em outras seções.

Finalmente, Basement comentou que também deveriam ser atribuídos às sociedades empresárias de pequeno porte algumas das vedações impostas à plataforma pelo art. 28, ou seja, as vedações dispostas nos incisos I, II, e XV, sem prejuízo da inclusão de outros incisos que a CVM entenda como oportunos, tendo encaminhado redação para o art. 40 da Instrução CVM 588. Além disso, sugeriu a inclusão do dever de contratação do serviço de escrituração para um novo inciso VI ao art. 3º.

FIESP manifestou ser importante que fosse mantida a redação vigente do art. 20, II, que prevê prazo em dias úteis, assegurando, assim, prazo maior para a sociedade empresária de pequeno porte justificar a ocorrência dos eventos elencados na regulamentação.

UpAngel sugeriu que “em relação aos deveres no regime informacional, que tenha uma governança corporativa mínima seja exigida das empresas e quem sabe a inclusão da chancela contábil e fiscal provenientes da empresa e dos terceiros”, sem, contudo, pormenorizar sua sugestão.

Crowdinvest sugeriu que seja realizado um ajuste de redação no item (k) da seção 6 do Anexo 8, a fim de deixar clara a possibilidade de inclusão de fórmulas de cálculo variáveis para demonstrar a possível estrutura de capital futura do emissor, no caso de dívidas conversíveis que não tenham **valuation** de conversão objetivamente definido no momento da oferta.

Beegin Invest propôs que os emissores que optassem por ter seus títulos negociados no mercado secundário devessem, a cada encerramento de trimestre, disponibilizar suas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

demonstrações financeiras, contábeis e gerenciais, assim como um relatório da administração para os acionistas comentando os resultados observados, tendo encaminhado proposta de um rol de elementos a serem apresentados pelo emissor.

Beegin Invest sugeriu, ainda, que as plataformas devessem sempre comunicar na sua página, inclusive no ambiente de negociação, caso o emissor venha a desrespeitar alguma obrigação ou prazos, bloqueando a negociação de determinado ativo até que as eventuais pendências estejam sanadas.

GT de Impacto sugeriu ajuste na seção 5, que trata da comunicação sobre a prestação de informações contínuas após a oferta, para incluir como exemplo de informações periódicas a serem divulgadas na alínea “a” o acompanhamento de indicadores de impacto social e/ou ambiental.

A sugestão de menção ao capital social no formulário anual apresentado nos termos do art. 27, II, foi acatada por não apresentar custo para as plataformas, tendo sido feito o ajuste na Resolução nos termos do Anexo H (antigo Anexo 27-II).

Em relação às sugestões de aprimoramento do arcabouço informacional aplicável aos emissores de **crowdfunding**, apesar de terem sido enviadas sugestões meritórias, a CVM entende que não seria oportuno introduzi-las nesse momento, considerando que tais modificações alteram de forma significativa o regime atual sem que o assunto tenha sido amplamente discutido no âmbito da audiência pública.

No entanto, vale mencionar que o regime informacional exigido pela regulamentação, que é sim flexível e pressupõe a existência de sociedades empresárias de pequeno porte em diferentes estágios de desenvolvimento, não impede que as plataformas estipulem requisitos informacionais próprios, uniformes e que sejam mais exigentes que a regulamentação. Ou seja, a plataforma pode estabelecer que todo emissor que deseje captar recursos em seu ambiente se comprometa a disponibilizar um conjunto mínimo de informações periódicas padronizadas. Isso pode, inclusive, ser uma ação estratégica para retenção de investidores ou para tornar a plataforma especializada em realizar ofertas públicas para um setor econômico específico.

A proposta de alteração do art. 21 para que a obrigação da plataforma de divulgar aos investidores as informações prestadas no art. 20 em até dois dias úteis seja limitada ao período de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

cinco anos após o encerramento da oferta, desde que não haja transação subsequente em seu ambiente, não foi acatada. A CVM considera que, ainda que decorridos cinco anos do início da oferta, é possível que haja valores mobiliários com vencimento pendente ou ainda não convertidos em ações, quando houver previsão nesse sentido. Nesses casos, ainda se mostra relevante para o investidor ter conhecimento das informações previstas na norma e, por essa razão, a CVM não aceitou a sugestão. Portanto, a CVM entende que a questão está adequadamente tratada pelo art. 30 que estabelece as circunstâncias em que a obrigação de divulgação das informações se encerra.

Em relação ao termo “informações relevantes” empregado no art. 20, II, alínea “c” e em outros trechos da Minuta, a CVM esclarece que a expressão tem alcance semelhante à definição de fato relevante prevista na Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021, podendo ser entendida como aquelas informações que podem impactar no preço, bem como influir na decisão dos investidores acerca de comprar, manter ou vender um valor mobiliário.

Como não haverá, a partir da autorização unicamente conferida pela presente regulamentação, a existência de mercado regulamentado de valores mobiliários, a CVM não considera necessário definir tal termo na norma de **crowdfunding** de maneira que as implicações legais e regulatórias decorrentes da aplicação da Resolução CVM 44 estão afastadas.

Não se considerou necessária a inclusão de eventos ligados à falência ou recuperação judicial e extrajudicial, uma vez que tais eventos se enquadram naquilo que o homem médio consideraria como informação relevante, já estando, portanto, abrangidos na alínea “c”, inciso II, do art. 20.

Em relação ao prazo previsto no art. 20, II, (atual art. 28, II) a CVM entendeu oportuno manter cinco dias corridos para alinhar com os demais prazos da norma que foram alterados para dias corridos. Ademais, entende-se que tal alteração não onera a sociedade empresária de pequeno porte em função da baixa complexidade das informações a serem prestadas.

No tocante à atribuição às sociedades empresárias de pequeno porte das vedações impostas à plataforma previstas no art. 28, incisos I, II e XV, a CVM não acatou a sugestão. Os incisos I e II tratam de hipóteses de oferta irregular de valores mobiliários, para as quais a CVM pode atuar independentemente de tal vedação estar direcionada à emissora. O inciso XV, que prevê a solicitação de transferência de recursos de investidores antes do início da oferta, leva a dois



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

cenários: (i) se não há oferta em curso, igualmente se trata de oferta irregular de valores mobiliários; (ii) caso haja uma oferta em andamento, a plataforma, na condição de intermediária (e **gatekeeper**), deve comunicar à CVM imediatamente caso constate qualquer fato ou irregularidade que venha a justificar a suspensão ou cancelamento da oferta, com base no art. 19, inciso V da Instrução CVM 588 (atual art. 26, V).

Por fim, foram aceitas as sugestões de ajustes, ainda que com alterações textuais, propostas por (i) Basement em relação às alíneas “f” e “g” da seção 2 e das alíneas “k” e “l” da seção 6, todos do Anexo 8 (atual Anexo E, tendo sido a sugestão de texto da alínea “l” refletida ao longo da seção 3); (ii) Crowdinvest para a alínea “k” da seção 6; e (iii) GT de Impacto em relação à seção 5, alínea “a”.

2.4 Aprimoramento de mecanismos operacionais da oferta

2.4.1 Destinação dos recursos captados

A Minuta propôs o fim da limitação no que se refere ao uso dos recursos captados para operações societárias, permitindo que os valores possam ser utilizados em fusões, aquisições e outras formas de aquisição de participação em sociedades, assim como para a aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores mobiliários de emissão de outras sociedades.

EqSeed observou que como a Instrução CVM 588 vem provando paulatinamente a sua eficiência e credibilidade, empresas em estágio mais avançado estão considerando o caminho do **crowdfunding** de investimento, e, como consequência deste período evolucionar, a regulamentação precisava se adequar a empresas que buscam crescimento via consolidação.

Entretanto, EqSeed alertou em relação à Minuta que é preciso corrigir uma fragilidade que surgiu com a supressão de vedações do destino das captações previstos originalmente nas alíneas ‘a’ e ‘b’ do inciso V do art. 3º da Instrução CVM 588: o uso dos recursos para a capitalização de veículos de investimento ou de entidades de concessão de crédito, mesmo quando constituídos como sociedades empresárias de pequeno porte.

O participante manifestou que se deve tomar o máximo de cautela para que a Instrução CVM 588 não se torne o foco de arbitragem regulatória por atores que busquem nela um arcabouço regulatório mais brando para atividades que já são reguladas por outros instrumentos normativos,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ou para exercer tais atividades sem a aprovação necessária para exercê-las conforme outras normas vigentes da CVM.

EqSeed apontou que a proposta pode resultar na consolidação de administradores de carteiras de valores mobiliários ou outras funções sem registro na CVM, exercendo atividade similar à de gestor de recursos conforme Instrução CVM 558, entre outras, porém sem a necessária autorização. Conforme o participante “traçando um paralelo com as vedações às plataformas previstas no art. 28 da Instrução CVM 588, há a proibição das plataformas de realizar gestão discricionária dos recursos de investidores. Em última instância, essa brecha do art. 3º vai permitir a gestão discricionária dos recursos dos investidores por meio de entidades ou pessoas não reguladas, e que assim não são supervisionadas em relação a tal atividade”.

Dessa forma, EqSeed defendeu que seria essencial preservar o modelo de **investment-based crowdfunding**, cuja cronologia envolve, inicialmente, a plataforma selecionar empresas consideradas aptas a captar recursos e somente em seguida realizar uma oferta pública. Para o participante o sucesso do **crowdfunding** depende do filtro dos investidores: “[s]ubverter esse procedimento é extremamente nocivo para o mercado, sendo que em última instância a decisão de investimento ou de fornecimento de crédito a diversas **startups** irá caber a um falso gestor de recursos ou alguém não adequadamente supervisionado.”

Outra alteração que não seria condizente com o espírito da norma na visão de EqSeed seria permitir que veículos de investimento como os FIP venham a captar recursos por meio da Instrução CVM 588 para, por sua vez, fazer gestão de recursos e investir em várias empresas. Pela perspectiva do participante, “a permissão dessa atividade também seria um grande erro, indo contra o espírito inovador de desintermediação financeira que está no cerne da Instrução CVM 588. Fundos de investimentos já possuem regulamentação própria e adequada. A inclusão de um novo ator vai tornar a norma mais complexa e aumentar significativamente os custos de transação”.

Ademais, segundo Eqseed “[q]ualquer outro fomento à concentração de veículos investidores trará novamente ao mercado de investimento em **startups** a sombra do passado, onde o mercado era operado quase exclusivamente por fundos de investimento, e não possibilitava o dinamismo e a escalabilidade que encontramos atualmente”.

Desse modo, EqSeed sugeriu aperfeiçoamento da redação do inciso V do art. 3º da Minuta de maneira que os recursos captados pela sociedade empresária de pequeno porte não possam: a)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ser utilizados para aquisição de participação minoritária em outras sociedades, assim entendido como 50% ou menos de suas cotas ou ações com direito a voto, conforme o caso; ou b) aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores mobiliários de emissão de outras sociedades, ressalvada a hipótese de aquisição do controle direto de outras sociedades; ou c) concessão de crédito a outras sociedades.

Pelas mesmas razões, EqSeed defendeu que a redação prevista para o item (f) da seção 2 do Anexo 8 poderia ser alterada para “a destinação e a forma de uso dos recursos captados, indicando as atividades que serão realizadas nos cenários de captação mínima e máxima, destacando, se for o caso, a pretensão de aquisição do controle direto de outras sociedades”.

Crowdinvest, Bloxs e Costa Oliveira Advogados pediram esclarecimento referente ao fim da limitação de destinação dos recursos captados para operações societárias, particularmente, se com o fim da limitação sobre o uso dos recursos captados para operações societárias, seria possível, por exemplo, captar recursos para uma sociedade **holding**, cujo objeto social seja o investimento em outras sociedades empresárias de pequeno porte e **startups**.

No entender dos participantes, “o esclarecimento se faz necessário em razão das dificuldades que vêm sendo enfrentadas para a utilização em larga escala dos chamados sindicatos de investimento participativo, que ainda não são muito utilizados nas ofertas. Há tempos os participantes da indústria de **crowdfunding** vêm discutindo modelos de veículos que possibilitem a descentralização de investimentos em sociedades de pequeno porte, criando um pool de investidores para participar em diversas ofertas de **crowdfunding**, mas ainda sem um modelo que seja consenso entre os participantes”.

Observaram os participantes que o “fim da limitação de destinação dos recursos para operações societárias parece abrir uma porta para uma forma de estruturação e captação de recursos para esse veículo, que estaria restrito ao tipo de sociedade empresarial, para atendimento da definição prevista no art. 2º, inciso III, da Instrução CVM 588, mas que permitiria a participação em mais de uma oferta de **crowdfunding** ou até mesmo em outras modalidades de investimento”. Por isso, a Crowdinvest gostaria que fosse esclarecida a pertinência dessa interpretação e sobre se a estrutura aventada acima seria ou não permitida à luz da nova redação da Instrução CVM 588.

Basement observou que com a revogação das alíneas “a” e “b” do inciso V do art. 3º da Instrução CVM 588, fica permitida a oferta de emissão de valores mobiliários de uma **holding** ou



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

controladora, de modo que esta possa reinvestir os recursos na subsidiária, sociedade operacional, por meio de subscrição de aumento de capital ou outras formas de aquisição de participação societária.

Basement enxergou tal permissão como profundamente positiva, “pois permite uma aproximação do **crowdfunding** às melhores práticas de mercado, em que operações de reorganização societária e criação de estruturas societárias mais complexas mostram-se vitais ao longo do amadurecimento das empresas, seja para fins de governança corporativa, planejamento tributário ou eficiência operacional”.

Porém, o participante alegou que tal inovação pode suscitar dúvidas sobre qual o critério de definição de uma sociedade empresária de pequeno porte emissora de valores mobiliários, e da distinção entre uma **holding** ou sociedade controladora e um veículo de investimento ou “empresa de participação”, nos termos da Instrução CVM 588.

Basement observou que a Instrução CVM 588 define que o sindicato de investimento participativo pode ser constituído sob a forma de um veículo de investimento, que apenas poderá investir seus recursos em uma única oferta de **crowdfunding**. Dessa forma, entende-se tal veículo de investimento como uma sociedade de participação constituída exclusivamente para fins de investimento em uma única oferta pública de determinada empresa, de modo a agregar os investidores que aderiram a um sindicato gerido por um investidor líder.

Assim, ante tal estrutura de captação e destinação dos recursos, Basement teme uma possível confusão conceitual entre o que seria uma **holding** ou controladora e um veículo de investimento, nos termos da Instrução CVM 588. Ainda que o veículo de investimento definido pela norma seja associado ao sindicato de investimento participativo, sustentou que o tratamento dado pelo art. 2º, § 7º da Instrução CVM 588 pode gerar questionamento quanto a quem seria de fato a sociedade emissora no caso de captação via **holding** ou controladora conforme acima exposto.

Adicionalmente, prosseguiu Basement, “é frequente a discussão sobre a descentralização de investimentos, no mercado de **crowdfunding**, em sociedades empresárias de pequeno porte e qual seria a estrutura mais adequada para possibilitar que investidores participem de diversas ofertas públicas. Neste cenário, poder-se-ia interpretar que a nova redação do dispositivo supracitado da Instrução CVM 588 traz a possibilidade de oferta pública de sociedade empresária de pequeno porte constituída com o propósito específico de investir em mais de uma oferta de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

crowdfunding ou outros ativos financeiros”.

Basement trouxe outros aspectos à luz desta iniciativa de aperfeiçoamentos na Instrução CVM 588 considerando que “é comum, no mercado de **venture capital** nacional, que **startups** brasileiras tenham sua estrutura de controle migrada para o exterior, principalmente quando tratamos de sociedades em estágios mais avançados de captação e que já estão em sua rodada de investimento série A (series A) ou posterior.

Nessa etapa de captação, é recorrente que **startups** recebam investimentos de fundos de **venture capital** e demais investidores institucionais sediados no exterior, pautando-se em maiores níveis de governança corporativa, proteção patrimonial e cambial e redução de custos tributários. Para a manutenção dessa estrutura, todos os aportes de capital são realizados na controladora, sediada no exterior, o que impossibilita que essas organizações captem recursos via **crowdfunding** no Brasil”.

O participante ressaltou que no seu entender “a permissão de captação via Instrução CVM 588 por essas empresas em estágios mais avançados de desenvolvimento, integrantes de estruturas societárias mais sofisticadas e que apresentam menor risco aos investidores do que as **startups** que ainda estão na fase de capital semente, tornaria o mercado de **crowdfunding** brasileiro mais atrativo e incentivaria uma maior participação de investidores institucionais nesse mercado. Afinal, as **startups** nacionais de grande sucesso, incluindo os famosos “unicórnios”, apresentam, em sua grande maioria, estruturas de capital internacionalizadas”.

Basement, considerando que a nova redação do art. 3º da Instrução CVM 588 passou a permitir que os recursos captados via oferta pública sejam aportados em controladas da sociedade empresária de pequeno porte, sustentou que uma alternativa para a captação de recursos via **crowdfunding** por sociedades cujo controle tenha sido migrado para o exterior seria a constituição de uma sociedade brasileira, a qual, por sua vez, reinvestiria o montante captado na sociedade estrangeira.

No entanto, defendeu que tal sociedade poderia ser considerada, à luz da Instrução CVM 588, como um veículo de investimento. Afinal, a sociedade emissora seria constituída com o propósito único de investir na sociedade estrangeira e seria composta, a princípio, exclusivamente pelos investidores da oferta. Se for esse o entendimento da Autarquia, a sociedade constituída no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

exterior e destinatária dos recursos da oferta seria considerada como emissora da oferta pública, tal como estabelece a Instrução CVM 588 em seu art. 2º, § 7º.

Portanto, solicitou esclarecimento de seu entendimento acerca do tratamento a ser adotado às **holdings** que tenham o propósito de reinvestir os recursos captados nos termos da Instrução CVM 588 em suas subsidiárias, bem como às sociedades brasileiras constituídas com o propósito de investir os recursos captados nos termos da Instrução CVM 588 em empresa sediada no exterior.

Por fim, sustentou que um caminho viável seria a Instrução CVM 588 aprimorar a atual definição de sociedade empresária de pequeno porte, de modo a esclarecer que não se incluem em tal definição aquelas sociedades constituídas como veículos de investimento, com propósito exclusivo ou primário de investir, reinvestir ou transacionar valores mobiliários no mercado, excetuados de tal definição os valores mobiliários emitidos por sociedades controladas pelo emissor que não sejam, elas próprias, veículos de investimento.

ABFintechs sugeriu a revogação do inciso V, letra “c” do art. 3 da Instrução CVM 588 com a finalidade de permitir que os recursos captados possam ser utilizados para a concessão de crédito a outras sociedades. Entende que seria importante que tal modalidade de investimento pudesse ser utilizada por **fintechs** que atuam no mercado de crédito para buscarem financiamento para as suas operações por meio da distribuição de valores mobiliários em ofertas de **crowdfunding**.

Alegou que boa parte das **fintechs** registradas perante o Banco Central como sociedades de empréstimo entre pessoas se enquadram nos requisitos de sociedade empresária de pequeno porte na forma prevista na Instrução CVM 588, mas pelo fato de necessitarem buscar financiamento especificamente para as suas atividades principais, quais sejam a concessão de crédito para pessoas físicas e jurídicas, a modalidade em questão deixou de ser considerada como alternativa para que estas empresas pudessem buscar capital no mercado para sustentar as suas operações, de modo que o **crowdfunding** deixa de atender esta importante área do mercado financeiro nacional.

Alternativamente, caso a CVM entenda necessário manter o dispositivo, sugeriu ressaltar as **fintechs** reguladas pelo Banco Central do Brasil da vedação prevista.

Veirano ressaltou que entende que a exigência de constituição de um veículo para cada



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

investimento torna o procedimento oneroso e burocrático, o que viria em contraponto à natureza disruptiva do mercado de **crowdfunding** e, da mesma forma, do perfil de investidores que acessam tal mercado.

Inicialmente, vale repisar o espírito que norteou a CVM na elaboração da regulamentação do **crowdfunding** de investimento, qual seja, promover uma via desembaraçada para financiamento por parte de sociedades empresárias de pequeno porte que, no Brasil e ao redor do mundo, possuem menos acesso a capital por meio do sistema financeiro tradicional.

Ressalta-se que a visão da CVM se alinha aos comentários de Eqseed no sentido de que o objetivo da proposta da audiência pública foi permitir a aquisição por parte da sociedade empresária de pequeno porte de outras empresas para fins de crescimento não orgânico, o que até então não era permitido.

A principal característica dessa modalidade de oferta pública é que cabe ao investidor analisar e escolher as empresas que ele acredita e deseja investir. Não foi intenção da CVM, por meio da audiência pública, criar sociedades análogas a fundos, com investimentos em várias ofertas.

Saliente-se que já existe na norma o modelo de sindicato no qual os investidores podem se aglutinar num veículo de investimento para investir na empresa, sendo que tal veículo é patrocinado por um investidor líder, mas que – respeitando a lógica da modalidade – mantém a decisão final do investimento, em cada oferta, unicamente no âmbito do investidor, não existindo discricionariedade para que um terceiro decida em seu nome.

Em função dessa característica, o sindicato também é constituído para uma única oferta e não se enquadra como um condomínio, típico dos fundos de investimento, em que o investidor se expõe a todos os ativos constantes de uma carteira.

Nesse sentido, vale recordar que a Autarquia mantém o seu posicionamento, externado no Relatório de Audiência Pública SDM nº 6/16, que originou a Instrução CVM 588, conforme abaixo:

“O crowdfunding de investimento, contudo, pressupõe que o investidor escolhe a empresa, o negócio ou o projeto que deseja investir. E isso ocorre por diversas razões, seja porque ele é familiarizado e acredita no ramo de negócio, seja porque ele se convenceu pela proposta apresentada (o **pitch**) ou mesmo porque ele conhece e confia nos empreendedores. Ou seja, não



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

faz parte da lógica do **crowdfunding** a gestão discricionária dos recursos do investidor e essa permissão não foi concedida ao investidor líder. Assim, o investimento por meio do sindicato é focado apenas em uma sociedade empresária de pequeno porte e não há qualquer obrigação do investidor em fazer aportes adicionais em outros emissores a serem investidos pelo investidor líder e tampouco há possibilidade de gestão discricionária por parte deste. Esse racional, que é inerente a todas as iniciativas de **crowdfunding**, não se coaduna com a própria natureza dos fundos de investimentos, que tem como importante atrativo a possibilidade de diversificação de riscos na montagem de uma carteira de valores mobiliários composta por diferentes emissores. Ademais, as dispensas de registro de oferta pública de distribuição e de registro de emissores concedidas pela CVM desde 2003, por meio da Instrução CVM nº 400 e mantidas pela Minuta, não foram pensadas para fundos de investimento, mas sim para emissores de pequeno porte com pouca estrutura e cuja exigência de registro iria prejudicar a lógica econômica da operação. A CVM considera, até mesmo pelas exigências normativas que os administradores de carteiras de valores mobiliários possuem, que não faz sentido estender a eles o regime de dispensas que foi desenvolvido para atender a um emissor com uma particularidade bem distinta. Adicionalmente, administradores de carteiras de valores mobiliários já possuem suas próprias redes de distribuição de fundos de investimento, tendo a CVM permitido, em 2015, a possibilidade de os gestores distribuírem as cotas dos seus próprios fundos. É importante frisar que a CVM não recebeu de nenhum administrador de carteiras de valores mobiliários, seja administrador fiduciário ou gestor, qualquer comentário no sentido de tornar a plataforma de **investment-based crowdfunding** mais um canal para a distribuição de fundos de investimento no Brasil.”

Tendo em vista esse posicionamento, que continua válido, a CVM rejeita a possibilidade que estruturas menos reguladas que os fundos de investimento, bem como seus prestadores de serviço, captem recursos com o fim de fazer gestão discricionária de recursos de terceiros por meio da modalidade, o que criaria uma arbitragem regulatória desarrazoada.

Assim, a CVM entendeu pertinentes as preocupações levantadas por Eqseed e, aceitando a sugestão da participante, alterou a redação da Minuta para prever que os recursos captados pela sociedade empresária de pequeno porte não possam ser utilizados para aquisição de participações minoritárias, conforme art. 3º, VI, e alínea “f” da seção 2 do Anexo E (antigo Anexo 8) da Resolução, de modo a evitar a utilização de estruturas que emulem fundos de investimentos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação à sugestão da ABFintechs, considerando que a audiência pública já trouxe uma proposta de ampliação considerável para a destinação dos recursos da oferta, a CVM entende que qualquer medida adicional deve ser adotada com cautela e ampla discussão. Nesse sentido, decidiu-se aguardar para que a Autarquia avalie como as mudanças previstas em relação à destinação dos recursos captados serão utilizadas pelo mercado antes de introduzir novas propostas, motivo pelo qual a proposta não foi aceita.

2.4.2 Possibilidade de oferta de lote adicional

A Minuta previu a possibilidade de lote adicional limitado a 20% do valor alvo máximo, desde que obedecidas as condições lá previstas.

ABFintechs sugeriu que o lote adicional permitido fosse de até 50% do valor alvo máximo da oferta, pois entende não agregar risco ao mercado e tampouco causar prejuízo às empresas emissoras ou aos investidores. A participante defendeu que a expansão ampliaria a oportunidade de capturar a demanda gerada pelos esforços despendidos na captação e, aos investidores, a oportunidade de participar em investimentos que sejam de seu interesse.

Eqseed apresentou comentário na mesma linha, pois enxerga que desse modo se atingiria o mesmo resultado pleiteado pelo participante nas discussões realizadas em meados de 2020 sobre alteração temporária da proporção entre o valor alvo mínimo e o valor alvo máximo de captação na Instrução CVM 588 por conta dos efeitos da pandemia da Covid-19.

nTokens e ABFintechs também propuseram a adoção do limite de 50% do valor alvo máximo, por entender este valor como mais adequado. Wiztartup mostrou-se a favor da proposta trazida na Minuta.

Levando em consideração os comentários recebidos, a CVM optou por aumentar o limite relativo ao lote adicional para até 25% do valor alvo máximo, nos termos do art. 5º, VI, da Resolução. Foram feitos, ainda, aprimoramentos na redação do dispositivo, incluindo a menção de que a decisão por distribuir o lote adicional cabe à sociedade empresária de pequeno porte.

2.4.3 Possibilidade de ofertas secundárias, limitadas a 20% do total da oferta

Cescon Barriou defendeu a expansão do percentual proposto em relação ao valor alvo máximo de captação conforme escalas de valor ou outras características, de modo a permitir a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

realização de ofertas com montantes mais significativos e a participação de um maior número de investidores.

Basement apontou que a redação do art. 5º, inciso VI, alínea “c” poderia ficar mais clara no sentido de que as proporções das alíneas “a” e “b” devem ser aplicadas na hipótese de distribuição parcial do respectivo valor mobiliário, tendo sugerido a inclusão da expressão “distribuição” na alínea “c”.

ABFintechs e nTokens comentaram que a oferta secundária citada no item 4, “iii” do Edital refere-se à oferta secundária como parte de uma distribuição inicial de valores mobiliários, parte essa que não envolve a emissão de novos títulos, caracterizando apenas a venda de títulos já existentes – em geral dos sócios que querem desinvestir ou reduzir a sua participação no negócio, sendo os recursos destinados aos vendedores e não para o caixa da empresa. O participante manifestou que tal previsão é salutar tanto por admitir a venda quanto por restringir a proporção entre ofertas primária e secundária, entretanto mencionou ser importante que a redação seja clara para evitar ambiguidade no que tange a intermediação secundária.

Foi mantido o limite de 20% proposto na Minuta e, para evitar quaisquer dúvidas sobre os conceitos, é importante esclarecer que oferta pública de distribuição secundária é aquela realizada por detentores do valor mobiliário já emitido, tendo por objeto, desta forma, ativos pré-existentes que não são detidos pela emissora, destinando-se os recursos aos detentores vendedores (e não à emissora do valor mobiliário). A Minuta trouxe a possibilidade de realização deste tipo de oferta, permitindo que até 20% do valor alvo máximo da oferta pública de distribuição seja destinado a ofertas públicas secundárias, obedecidas as condições previstas no art. 5º, VII.

Já a possibilidade de transações subsequentes diz respeito à permissão para que detentores de valores mobiliários já distribuídos mediante a realização de oferta pública no ambiente da plataforma possam oferecer seu ativo a compradores interessados, com o apoio da plataforma, que funcionará como uma facilitadora.

Quanto ao ajuste de redação proposto por Basement, a sugestão foi acatada e incorporada ao art. 5º, VII, alínea “c”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.4.4 Possibilidade de alteração das informações essenciais após o início da oferta

A Minuta passou a prever a possibilidade de alteração das informações essenciais da oferta após o seu início, em situações excepcionais e supervenientes. Nesses casos, a plataforma poderá alterar as condições desde que a modificação ou a revogação (i) seja divulgada imediatamente através de meios ao menos iguais aos utilizados para a divulgação da oferta; (ii) seja destacada e informada aos investidores que já aderiram à oferta, que poderão revogar suas reservas no prazo de cinco dias. Além disso, a plataforma deverá tomar as medidas necessárias para se certificar que, no momento do recebimento das aceitações da oferta modificada, o investidor está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições.

EqSeed alertou que, com a proposta introduzida na Minuta, haveria possibilidade de **moral hazard** se os critérios para configuração dessa alteração não forem rígidos o suficiente. EqSeed acredita que a possibilidade de alterar informações da oferta após o seu início pode resultar em incentivo perverso, levando a comportamento aventureiro e menos comprometido com a análise mais detalhada, criteriosa e refletida sobre o valor de mercado do emissor. O participante ponderou se essa dinâmica de alterações constantes pode vir a “destruir a credibilidade do mercado”.

EqSeed defendeu que a permissão deveria se aplicar somente no caso de alteração por erros de digitação em informações que não alterem substancialmente o conteúdo da oferta, havendo em contrapartida o reinício da contagem do prazo de desistência do investidor, de forma a propiciar o reexame das informações essenciais por investidores que já tenham tomado a decisão com base nos dados retificados. Essas alterações poderiam ser comunicadas por meio do correio eletrônico ou pelo fórum da plataforma aos investidores já tenham assinado seus contratos de investimento.

Para o participante, ainda que se viesse a permitir correção de informações, seria importante ao menos a manutenção do valor de mercado do emissor. Somente em casos realmente muito específicos talvez fosse necessária a alteração de determinadas informações essenciais, como da correção de alguma informação que alterasse substancialmente a oferta, como uma contingência do emissor adquirida durante o prazo da oferta, e assim não incluída entre as informações essenciais no momento do seu início.

Wiztstartup solicitou especificação de quais casos se encaixariam a possibilidade de alteração das informações essenciais da oferta após o seu início, pois acredita que, dependendo do tipo de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

alteração, isso poderia gerar insegurança, já que os termos finais só serão conhecidos no fechamento da rodada.

Martinelli Advogados enfatizou que a relação perante os investidores deve prezar pelo princípio da transparência, o que pode ser prejudicado pela expressão “substancial”, presente no art. 8º, §3º, da Minuta. Sugeriu, portanto, a retirada da expressão para que qualquer alteração posterior e imprevisível seja comunicada aos investidores e confira a estes a prerrogativa de tomar as medidas que entender necessárias, se for o caso.

FIESP comentou que, em razão da alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando do início da oferta pública de distribuição, deveria ser garantida ao investidor a possibilidade de desistência da oferta, pelo investidor, no prazo de 7 (sete) dias, em razão do que determinam os arts. 3º, § 2º, e 49 do Código de Defesa do Consumidor, que confere maior segurança jurídica ao investidor, tendo sido enviada proposta de redação.

A CVM entende as preocupações externadas pelos participantes, mas enxerga que o mecanismo proposto, inspirado na sistemática já prevista na Instrução CVM 400, seria um aperfeiçoamento importante na norma, na medida em que estabelece procedimento para lidar com eventos posteriores ao início da oferta que possam impactar a decisão de investimento.

Nesse sentido, ao exigir que a alteração seja substancial, posterior e imprevisível, o objetivo é abarcar situações que não foram ou não poderiam ser previstas anteriormente e que sejam suficientemente relevantes para influenciar na decisão tomada pelo investidor de alocar recursos naquele projeto, não se aplicando para qualquer alteração que ocorra durante a oferta.

Não se verifica, a princípio, risco de **moral hazard**, pois se entende que não há incentivos para que o emissor se utilize do mecanismo de forma leviana, especialmente considerando que, caso isso ocorra, há um risco de imagem que não pode ser desprezado, além do fato de que o emissor deverá garantir ao investidor o direito de revogar sua reserva.

Portanto, as sugestões não foram acatadas.

Em relação ao prazo para desistência, foi mantido o prazo de cinco dias, alinhado com prazo de desistência previsto no art. 3º, III.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.4.5 Possibilidade de os valores captados transitarem pelas contas da plataforma

Ainda no tópico de aprimoramento de aspectos operacionais relacionados à dinâmica da condução das ofertas públicas pelas plataformas, o Edital levantou a possibilidade de que os valores captados transitassem por meio das contas da plataforma, caso estas atuassem como instituições de pagamento, conforme regulamentação do Banco Central. Sem uma sugestão inicial de redação para o tema, foi solicitado que os interessados se manifestassem a respeito, indicando aspectos positivos e negativos envolvidos.

Diversos participantes questionaram se a possibilidade de trânsito dos recursos nas contas das plataformas seria por meio do registro da plataforma como instituição de pagamento ou como participante de arranjos de pagamentos, integrantes ou não do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). Houve comentários no sentido de que a atuação como instituição de pagamento não seria uma opção para todas as plataformas, pois envolve aumento significativo de custos e controles operacionais.

ABCripto sugeriu criação de patrimônio segregado administrado pela plataforma de investimento participativo, com finalidade específica, e com hipóteses de movimentação definidas em lei, citando algumas que deveriam ser incluídas. Tiger Equity e ABFintechs, de forma similar, comentaram que o modelo ideal seria a criação de um patrimônio segregado administrado pela plataforma, combinando, de um lado, eficiência operacional e, de outro, a mitigação das preocupações do regulador.

ABFintechs sugeriu que a CVM esclareça se as plataformas eletrônicas de investimento participativo poderão por conta própria, ou pela contratação terceiros, receber em seu nome e realizar a transferência de recursos para os titulares de valores mobiliários.

Bloxs e Costa Oliveira Advogados mencionaram que uma alternativa possível é o pedido de autorização para que as plataformas abram contas correntes específicas e individuais, em seu nome, para cada uma das ofertas por elas distribuídas, com a identificação da referida conta no contrato a ser celebrado com o emissor e nas informações essenciais da oferta como orientação de depósito dos investidores.

Crowdinvest comentou que a discussão sobre a possibilidade de transação de valores captados por meio de contas da plataforma é muito importante para garantir maior eficiência e redução de custos relacionados com o fluxo financeiro dos aportes realizados pelos investidores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Como atualmente as plataformas trabalham com a contratação de serviços de pagamento de terceirizados, afirma que tal opção certamente reduziria custos e tornaria o fluxo financeiro das ofertas mais eficiente. Tiger Equity Participações também defendeu que é imperiosa a avaliação de mecanismos capazes de aprimorar a operacionalização e o gerenciamento do trânsito dos recursos captados, bem como a redução dos custos intermediários atrelados.

Crowdinvest sustentou que o modelo de contas sugerido no Edital é uma boa alternativa e poderia trazer soluções de pagamento desenvolvidas pela própria plataforma. Não obstante, sugeriu a substituição da exigência de atuação das plataformas como “instituição de pagamento” para a expressão “caso atuem no âmbito de arranjos de pagamento instituídos conforme regulamentação do Banco Central”.

Basement trouxe sugestão nessa linha, e defendeu ser possível estabelecer limites e condições para sociedades cujas contas recebam os recursos dos investidores, sendo o principal deles, como já apontou a própria CVM no Edital, a exigência de que a plataforma ou sociedade a ela ligada constitua-se como instituidor de arranjo de pagamento e/ou instituição de pagamento, nos termos da Lei nº 12.865/13.

Nesse caso, haveria uma proteção patrimonial legalmente garantida aos recursos dos investidores, conforme arts. 6º a 15 da Lei, o que mitigaria expressivamente, senão totalmente, os supostos riscos decorrentes do fato de os recursos estarem de posse das plataformas (incluindo sociedades a elas ligadas) antes do encerramento das ofertas. Para adequar a Minuta às suas propostas, sugere alterações nos arts. 5º, 19 e 28 da Minuta.

Contudo, Basement lembrou que participam do SPB – e por consequência estão sujeitas à supervisão do Banco Central – somente aqueles arranjos de pagamento que ultrapassem algum dos limites estabelecidos no inciso III do art. 2º da Circular BCB nº 3.682/13, quais sejam: (i) R\$ 500 milhões de valor total das transações, acumulado nos últimos doze meses; (ii) R\$ 25 milhões de transações acumuladas nos últimos doze meses; (iii) R\$ 50 milhões de reais em recursos depositados em conta de pagamento em trinta dias, nos últimos doze meses; ou (iv) R\$ 2,5 milhões de usuários finais ativos em trinta dias, nos últimos doze meses.

Assim, como medida adicional de segurança e para possibilitar a supervisão da CVM, Basement entende que a plataforma deve ser responsável por garantir a adequação regulatória e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

operacional da sociedade a ela ligada que atue como intermediadora dos recursos das ofertas, devendo tomar medidas para garantir a separação entre o patrimônio de tal sociedade e os recursos relativos à oferta, nos termos dos arts. 12 e 12-A da Lei nº 12.865/13.

EqSeed alertou que a CVM deve ponderar que permitir que os valores captados transitem por contas da própria plataforma acrescentaria um risco significativo e, em sua opinião, desnecessário.

Veirano defendeu que a condição de ser instituição de pagamento inviabilizará a intenção proposta na Minuta, considerando os requisitos exigidos pelo Banco Central. Alternativamente, questiona se a Minuta se refere também às instituições de pagamento não reguladas pelo BC, e pondera que os riscos desta possibilidade podem ser mitigados, uma vez que as plataformas precisarão celebrar parceria como instituições financeiras para que as operações entre as contas de pagamento possam ser realizadas.

Veirano reforçou sua opinião que formas de flexibilização e redução de custos sejam desenvolvidas, o que seria relevante para este mercado, “contribuindo tanto para seu viés disruptivo quanto para o fomento deste segmento tão promissor e que deve, sem dúvidas, ser incentivado”.

Wiztartup foi favorável à proposta por permitir maior agilidade. Porém, na hipótese de o dinheiro captado transitar pela conta da empresa, questiona porque seria necessário solicitar autorização do BACEN, já que a plataforma não atuará como meio de pagamento para nenhuma outra empresa. Nas palavras de Wiztartup, a “única finalidade seria a de atuar como conta de custódia até a rodada finalizar”.

Tendo em vista os comentários apresentados, optou-se por manter a vedação atual constante da redação da norma. Pesou para a decisão: (i) o benefício de se manter um terceiro, no caso, uma instituição de pagamento que seja independente e atue nos termos da Lei nº 12.865/13 na operação para fins de eliminação dos riscos de confusão patrimonial; (ii) o fato de que mesmo as plataformas que consigam suportar os custos de adaptação ainda estariam abaixo do patamar a partir do qual a supervisão do Banco Central seria mais ativa; e (iii) a inconveniência de se inserir um risco adicional ao próprio investimento em uma sociedade empresária de pequeno porte.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A criação, pela plataforma, de contas com status de patrimônio separado depende de lei para ter validade jurídica, o que torna esta sugestão inviável no âmbito infralegal. Pelo mesmo motivo, as manifestações que sugerem a abertura de contas correntes específicas e individuais para cada oferta em nome da plataforma não cumprem o propósito de proteção e separação dos recursos, uma vez que ainda assim seriam de titularidade da plataforma.

2.5 Atuação da plataforma como intermediadora de transações subsequentes

Foi sugerido, no Edital, que transações secundárias dos valores mobiliários passassem a ser permitidas, com a atuação da plataforma como uma facilitadora, no intuito de promover o encontro de potenciais adquirentes e vendedores em relação aos valores mobiliários ofertados em seu ambiente eletrônico.

Nesse sentido, foi proposto que a plataforma intermediasse transações entre os investidores que tivessem participado de uma ou mais ofertas do mesmo emissor, devendo assegurar (i) que os valores mobiliários objeto das negociações fossem objeto de escrituração, bem como fosse garantida a titularidade dos valores mobiliários por parte dos vendedores, (ii) que os compradores também tivessem adquirido valores mobiliários do mesmo emissor, (iii) que a entrega do valor mobiliário só corresse mediante o pagamento, auxiliando os investidores nos trâmites necessários para a correta transferência dos valores mobiliários, e, ainda, (iv) que os valores mobiliários objeto da transações tivessem sido objeto de ofertas públicas de distribuição realizadas no ambiente da plataforma.

2.5.1 Investidores elegíveis e questões informacionais

Em relação à limitação das transações entre investidores que já tivessem participado de uma ou mais ofertas do mesmo emissor, diversas foram as manifestações no sentido de ampliar os investidores elegíveis, alegando que a proposta trazida na Minuta teria impacto limitado e prejudicaria a promoção de um mercado secundário líquido. Nesse sentido, opinaram ABCripto, ABFintechs, B3, Cluster 21, Crowdfund, Duarte Garcia, GT de Impacto, Tozzini Freire, nTokens, Oliveira Drumond, Veirano, Vieira Rezende e Tiger Equity.

B3 afirmou que ainda que tal exigência traga um engessamento, a presença de certo controle para companhias em estágio inicial pode ser benéfica, de forma a evitar investimentos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

especulativos e com baixo engajamento e interesse no negócio. Assim, propõe uma flexibilização fazendo referência à regra estadunidense, sugerindo que o detentor do valor mobiliário tente primeiro aliená-lo aos demais detentores e, no caso de insucesso, possa oferecer a um terceiro, mas tal operação somente poderá ser realizada após, no mínimo, 12 meses, exigência que não seria aplicável à venda realizada: (i) para o próprio emissor do valor mobiliário; (ii) para um investidor qualificado; ou (iii) para pessoas vinculadas ao emissor.

Crowdinvest sustentou que qualquer modelo de organização de intermediação secundária pelas plataformas poderia ser extremamente benéfico, tendo sugerido modelos complementares ao apresentado na Minuta, a fim de permitir que outros investidores, ainda que não proprietários dos valores mobiliários daquele emissor específico, mas que se encontrem ativos e cadastrados nas plataformas, também possam participar das negociações secundárias na plataforma.

Para tal, Crowdinvest sugeriu a inclusão da definição de “investidor ativo” na Instrução CVM 588 para abarcar o investidor com cadastro atualizado que tenha concluído com sucesso investimento em ao menos uma oferta pública intermediada pela plataforma nos últimos 24 meses.

De forma similar, Basement defendeu que poderiam ser aceitos investidores ativos e cadastrados na plataforma, ou seja, que já tenham sido aprovados pelos controles internos da plataforma e já tenham investido em ofertas de **crowdfunding**, conhecedores, portanto, dos riscos e limitações associados a essa modalidade de investimento.

Além desses, Basement sugeriu a participação, independentemente de terem ou não participado de ofertas de **crowdfunding** da emissora, de (i) investidores qualificados e profissionais, conforme definidos na regulação aplicável, considerando tais investidores têm maior grau de sofisticação e detêm conhecimentos adequados sobre investimentos financeiros, sendo capazes de avaliar os riscos e o mérito dos ativos transacionados, e (ii) pessoas com prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual com a sociedade empresária de pequeno porte, como fundadores, sócios/acionistas, administradores e colaboradores, por entender que é razoável supor que esse rol de pessoas tem à sua disposição informações necessárias a uma tomada de decisão consciente de investimento, mitigando o risco de assimetrias informacionais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Bloxs e Costa Oliveira Advogados também propuseram a adoção desse tipo de investidor, assim como Tozzini Freire e Cluster 21, para quem ativo deveria ser aquele investidor com cadastro atualizado na plataforma e alguma experiência com investimentos desta modalidade, tendo enviado proposta de redação para definição desta modalidade de investidor (art. 2º, inciso VII), além de propostas de ajuste no § 4º do art. 28 e a exclusão do inciso III do §5º do art. 28 proposto pelo Edital.

Confiance Invest defendeu que todos os investidores das rodadas anteriores e futuras, os próprios fundadores e a emissora pudessem participar, pois se trata de equidade dos novos investidores e dos que já participaram de rodadas de investimento anteriores, bem como dos próprios fundadores.

Duarte Garcia sugeriu aprovação da aquisição de valores mobiliários por (i) qualquer investidor que tenha adquirido, nos últimos três anos, valores mobiliários emitidos por meio de qualquer plataforma de **crowdfunding**, e (ii) quaisquer investidores com renda anual bruta superior a R\$ 200 mil, mesmo que tal investidor não tenha realizado investimento anterior e desde que limitado ao investimento de R\$ 20 mil.

GT de Impacto também propôs um modelo de intermediação secundária que acredita ser menos conservador, que permita que outros investidores que não tenham adquirido valores mobiliários daquele emissor específico também possam participar desde que tenham acesso prévio às informações disponibilizadas aos demais investidores daquele valor mobiliário tanto no momento da oferta como após a oferta (nos relatórios de acompanhamento).

Adicionalmente, defendeu que poderiam ser admitidas pessoas com relacionamento prévio e habitual com o emissor e seus fundadores como por exemplo aqueles que possuem relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista e, além disso, investidores qualificados e profissionais, conforme definição constante da regulamentação aplicável, por deterem conhecimento adequado para avaliar os riscos desses investimentos.

Além desses pontos, GT de Impacto ressaltou que a plataforma deve ser responsável por conferir acesso ao comprador de todos os documentos e informações disponibilizadas pela sociedade empresária de pequeno porte no âmbito da oferta pública, bem como as que tenham sido disponibilizadas aos investidores da oferta pública após seu encerramento, e assegurar que a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

sociedade empresária de pequeno porte não tenha seus valores mobiliários negociados por meio de outra plataforma.

Oliveira Drumond também comentou que tal limitação dificulta a consolidação de um mercado secundário de **crowdfunding** e entende que a apresentação, por parte da plataforma, dos dados obrigatórios indicados no inciso V do **caput** do artigo 28 (histórico de volume e preço das negociações realizadas por cada uma das sociedades empresárias de pequeno porte emissora de valores mobiliários naquela plataforma) são indicadores que, por si só – e, atrelando-se às demais obrigações da plataforma, como a restrição à negociação de valores mobiliários escriturais – gerariam a segurança necessária para que um interessado pudesse adquirir aqueles valores mobiliários.

Vieira Rezende sugeriu a criação de um mercado secundário mais abrangente, com a participação de qualquer investidor, que poderia ter caráter opcional (sistema **opt in**), representando uma possível forma de melhorar o nível de **disclosure** sem aumentar o custo de observância para os emissores. Aduziu que isso poderia ser viabilizado com a criação de um documento semelhante ao Documento de Informações Essenciais (DIE) disposto na Instrução CVM 569, o qual representa uma versão simplificada dos formulários de referência da Instrução CVM 480, apresentando informações diretas e claras sobre os títulos ofertados para que o investidor possa tomar uma decisão refletida e informada.

ABCripto e Tiger Equity destacaram que a preocupação deveria estar centrada em assegurar a simetria de informações, o que no seu entender pode ser endereçada por alterações propostas para o § 5º do art. 28, requerendo que o investidor seja cadastrado na plataforma e disponha de acesso a todas as informações essenciais da oferta primária, assim como aos documentos financeiros e jurídicos que tenham sido apresentados aos investidores na oferta original, bem como ao canal de comunicação com a empresa e todas as informações divulgadas por esta aos seus investidores posteriormente à captação inicial na plataforma.

ABFintechs, Basement, nTokens e Veirano trouxeram sugestão na mesma linha.

Além do ponto acima, nTokens e ABFintechs propuseram ainda as seguintes medidas:

(i) que novos investidores passem pelo mesmo rito que os compradores da oferta inicial (apresentação de documentos e cadastro junto à plataforma, termo de adesão e eventual



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

aprovação pelo emissor ou pelo sindicato); e (ii) que as plataformas apliquem aos novos investidores as mesmas restrições e regras aplicadas aos compradores iniciais, inclusive do art. 4º da Instrução CVM 588.

Veirano acrescentou que com a obrigatoriedade de ter escrituração, o controle de posse e o procedimento de transferência de tais valores mobiliários, mesmo que para investidores que não tenham participado da oferta inicial, poderá ocorrer de forma mais simples e eficiente, trazendo maior segurança tanto às sociedades quanto ao investidor que estiver vendendo o seu título e ao investidor que o estiver adquirindo.

Crowdinvest propôs que o emissor que (i) estiver inadimplente com a entrega das informações periódicas que se comprometeu a entregar, nos termos do art. 20, inciso I, tenha a intermediação secundária pela plataforma imediatamente suspensa até que regularize a apresentação das informações; e (ii) desejar possuir funcionalidade de intermediação secundária de seus valores mobiliários pela plataforma, deve se comprometer, no contrato com a plataforma, a manter a plataforma ciente e enviar toda a documentação e informação repassada aos investidores pós oferta, devendo esse conteúdo completo ser mantido pela plataforma no mesmo ambiente de divulgação das informações periódicas do emissor, conforme seção 5 do Anexo 8 da Instrução CVM 588.

Com relação ao item “ii”, Crowdinvest sugeriu que a plataforma mantenha uma página para fins do acompanhamento do emissor, contendo todos os relatórios de acompanhamento e comunicações entre emissores e investidores após o encerramento da oferta pública. Tais informações seriam públicas e disponíveis para qualquer investidor ativo cadastrado na plataforma, e não somente para os investidores que tivessem adquirido valores mobiliários em oferta daquela sociedade empresária de pequeno porte.

Basement trouxe, alternativamente, sugestão de modelo que poderia mitigar eventuais preocupações da CVM, em que a restrição imposta na Minuta (negociações permitidas apenas entre os investidores que participaram da oferta pública) vigore somente por um período de seis meses após a conclusão da oferta, assim como faz a Plataforma de Crowdfunding SEEDRS2, que opera no Reino Unido. Findo o referido período, os demais investidores poderiam então participar das negociações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Basement vislumbrou que a adoção de tal modelo poderia trazer três benefícios principais: “(i) afastar-se-ia a impressão de que os investidores possam negociar seus valores mobiliários sem limitações, mitigando assim eventuais concepções equivocadas de suposta liquidez inexistente desses ativos; (ii) garantir-se-ia tempo razoável para que os investidores que não participaram da oferta pública se atualizem acerca das informações disponibilizadas pela empresa no âmbito da oferta e após o seu encerramento; e (iii) consolidar-se-ia um histórico mais estável dos preços de negociação de tal valor mobiliário, garantindo maior transparência sobre o real valor daquele ativo”.

Além das medidas acima, a fim de dar maior publicidade aos valores mobiliários negociados, Basement entende que a Instrução CVM 588 deveria obrigar a plataforma a indicar, no Anexo 8, se a emissora pretende colocar os valores mobiliários ofertados para negociação secundária, sem prejuízo de a emissora decidir por aderir à intermediação secundária em momento posterior à oferta.

Inicialmente, vale destacar que para distinguir com mais propriedade a atuação que caberá às plataformas vis-à-vis a de outros agentes regulados pela CVM, optou-se por utilizar na Resolução termos diferentes em relação ao que fora proposto na Minuta, de forma que a nova redação caracteriza a atuação da plataforma como intermediadora de transações subsequentes.

Em relação ao público-alvo, foram recebidas diversas manifestações no sentido de ampliar os investidores aptos a adquirir os valores mobiliários objeto das transações intermediadas pela plataforma após a conclusão da oferta pública. Após avaliar os comentários recebidos, a CVM entendeu oportuno flexibilizar a proposta da Minuta em linha com as sugestões recebidas, nos termos das explicações deste **box**.

Considerando que o cerne da questão em relação à limitação proposta na Minuta é o acesso às informações essenciais da sociedade empresária de pequeno porte e da oferta, aos documentos jurídicos e financeiros da oferta e às informações e documentos periódicos fornecidos após o encerramento da oferta pública (“conjunto informacional”), cujo acesso é franqueado aos participantes da oferta, esse foi o ponto de partida para a definição das regras que prevaleceram.

Assim, o modelo final considerado mais adequado foi aquele no qual caberá à sociedade empresária de pequeno porte definir se deseja autorizar que a plataforma que realizou a oferta atue



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

como intermediadora de transações subsequentes e, sendo esse o caso, haverá uma autorização para que outros investidores além daqueles que participaram da oferta tenham acesso ao conjunto informacional citado no parágrafo anterior.

Com a autorização da sociedade empresária de pequeno porte, a plataforma deverá, conforme previsão do art. 16, V, da Resolução, disponibilizar o conjunto informacional a todas as pessoas inscritas na plataforma que estejam com cadastro atualizado e que tenham realizado investimento em ao menos uma oferta pública de **crowdfunding** distribuída pela plataforma nos últimos dois anos, a quem se convencionou chamar de “investidor ativo”, conforme definição que passa a constar do art. 2º, II, da Resolução.

Tendo em vista a obrigatoriedade de as plataformas observarem as normas de PLF/FTP, cabe ressaltar que também se aplica a elas as regras de atualização de cadastro previstas nesta regulamentação.

Com a permissão para que todos os investidores ativos na plataforma tenham acesso a esse conjunto de informações, o risco de assimetrias informacionais entre compradores e vendedores é eliminado e, conseqüentemente, esse grupo estará apto a adquirir os valores mobiliários daquele emissor se assim desejar.

Além desses pontos, foi incluído dispositivo para prever que a plataforma deverá destinar uma página na internet para disponibilizar tais informações, conforme previsão contida nos arts. 9º e 29, parágrafo único, da Resolução. O compromisso da sociedade empresária de pequeno porte no sentido de enviar à plataforma as informações periódicas indicadas já constava da Instrução CVM 588 (art. 20, I, c/c seção 5 do Anexo 8, atuais art. 28, I, e seção 5 do Anexo E), então nenhum acréscimo foi feito nesse sentido.

Quanto à sugestão de criação de um documento semelhante ao DIE, a CVM entende que a função do Anexo 8, atual Anexo E, no qual são dispostas as informações essenciais da oferta, tem natureza semelhante à do DIE, não havendo necessidade de criação de um novo documento ou alteração de sua nomenclatura quando, na essência, buscam atingir o mesmo propósito de explicitar informações de maneira mais direta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A sugestão para que aos investidores sejam aplicadas as mesmas condições e restrições aplicáveis ao adquirente do valor mobiliário por meio da oferta pública primária foi considerada pertinente e está refletida no art. 16, II, da Resolução.

Também foi acatada a sugestão para que sociedades empresárias de pequeno porte que estejam inadimplentes em relação à entrega de informações periódicas sejam impedidas de ter seus valores mobiliários transacionados, conforme previsão do art. 17, § 2º, da Resolução.

Por fim, foram incluídas na Resolução as seguintes obrigações:

(i) a sociedade empresária de pequeno porte deve informar se já realizou ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de sua emissão em outras plataformas eletrônica de investimento participativo, nos termos do art. 41, II, da Resolução, devendo tal informação constar das informações essenciais sobre a oferta, conforme indicado no Anexo E, seção 1, alínea “h”; e

(ii) deve ser informado nas informações essenciais da oferta (Anexo E), na seção 3, alínea “c”, se a sociedade empresária de pequeno porte autoriza que a plataforma atue como intermediadora de transações subsequentes.

2.5.2 Esclarecimentos sobre o modelo proposto

Alguns comentários foram no sentido de ampliar o escopo da proposta de intermediação subsequente proposto no Edital. De forma genérica, sem entrar em detalhes, Daniel Gassman sugeriu criar um mercado secundário regulamentado, com vistas à obtenção de maior liquidez.

Crowdinvest propôs, como alternativa à expansão do público objeto da intermediação secundária para investidores ativos, um modelo de leilão fechado com compensações semanais, no qual as ordens seriam recebidas 24 horas por dia, 7 dias por semana.

Nesse modelo, para evitar assimetrias informacionais entre os investidores que são e aqueles que não são titulares de valores mobiliários do emissor, a compensação para investidores não titulares de valores mobiliários de um dado emissor ocorreria apenas no último dia útil de cada semana.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim, apenas investidores titulares de valores mobiliários do emissor poderiam negociar livremente seus títulos durante 4 dias úteis da semana, restando apenas o último dia útil para a compensação de ordens emitidas por investidores ativos não titulares de valores mobiliários do emissor, caso suas ordens de compra encontrassem ordens de venda correspondente não compensadas entre o grupo de titulares daqueles valores mobiliários.

Crowdinvest propôs ainda um terceiro modelo como alternativa que consiste na abertura de janelas curtas de negociação para investidores ativos não titulares de valores mobiliários do emissor logo após a divulgação das informações periódicas que o emissor tiver se comprometido a entregar.

Caso a CVM entenda pertinente, poderia ainda ser criado um modelo híbrido em que esses investidores teriam suas ordens compensadas uma vez por semana, em regra, mas teriam uma semana corrida de negociação aberta, como se titulares de valores mobiliários fossem, logo após a divulgação das informações periódicas.

Beegin Invest enviou as seguintes propostas: (i) que todas as negociações sejam realizadas em um dia específico da semana, preferencialmente em horário limitado (por exemplo, entre às 10 e 17 horas), a fim de evitar distorções de preço em decorrência de eventual falta de liquidez; (ii) o monitoramento de variações de preços expressivas observadas no intervalo de uma semana, o que demandará registros e controles robustos por parte da plataforma; e (iii) a existência de regra de suspensão temporária das negociações no caso de quedas expressivas observadas em um determinado intervalo de tempo.

Além disso, a participante considerou imperativo que fossem instaurados, por parte das plataformas, rigorosos controles internos com o objetivo de mitigar problemas relacionados a ordens fantasmas e **front running**. Para tal, Beegin Invest propôs, no caso de uma ampliação da possibilidade negociação entre participantes para além dos envolvidos em uma mesma oferta, que deveria ser mitigado o risco em operações, por exemplo, quando o mesmo CPF/CNPJ atua tanto na ponta compradora quanto vendedora da operação, de modo a evitar uma potencial situação em que o valor do ativo possa ter sido alterado artificialmente, levando outros investidores a especular se existe de fato alguma informação que eles ainda não tiveram acesso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Preliminarmente, ressalta-se que a proposta contida da Minuta consiste na atuação da plataforma como uma facilitadora, provendo o encontro entre compradores e vendedores interessados em transacionar os valores mobiliários que foram objeto de oferta pública. Dessa forma, não se trata da permissão para a criação de um mercado regulamentado de valores mobiliários nos termos da Instrução CVM 461.

Assim, as manifestações que sugeriram aumento de escopo com o objetivo de que a atuação da plataforma como intermediadora pudesse se assemelhar a tais mercados não foram consideradas.

Para tornar as regras aplicáveis às transações subsequentes mais claras e facilitar sua identificação na Resolução, foi destinado um capítulo específico à matéria (atual Capítulo V da Resolução). Além disso, a fim de não deixar dúvidas de que não se está a permitir a constituição e a administração de um mercado regulamentado de valores mobiliários, esse capítulo prevê, de forma expressa, vedações específicas em relação a condutas e a utilização de nomenclaturas típicas dos mercados regulamentados.

Também são abordadas no Capítulo V as funções a serem desempenhadas pela plataforma ao atuar como intermediadora de transações, devendo (i) certificar-se de que o vendedor é titular do valor mobiliário que deseja alienar e que o comprador é um investidor ativo da plataforma, conforme previsão do art. 16, I, alíneas “a” e “b”; (ii) adotar as medidas necessárias para a transferência de titularidade do valor mobiliário objeto da transação, devendo assegurar que a entrega do valor mobiliário somente ocorra após o envio do valor negociado com o comprador (art. 16, III, da Resolução); e (iii) assegurar que os valores mobiliários objeto da transações tenham sido objeto de ofertas públicas de distribuição realizadas no ambiente da plataforma ou sejam fungíveis em relação aos valores mobiliários que foram objeto da oferta (art. 15, **caput** e § 3º).

Vale destacar que a plataforma poderá desenvolver mural ou outra forma de apresentação de intenções de compra e venda, conforme permite o § 1º do art. 16, de forma a dar transparência às pretensões de negociação por parte dos investidores, mas deve se atentar para que tal sistema não se enquadre em uma das hipóteses de mercados organizados previstas na Instrução CVM 461 e que foram delineadas no § 1º do art. 15.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Por fim, ressalta-se que não há impedimento regulatório para a plataforma pleitear uma autorização específica para constituir e administrar mercado organizado de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM 461, se desejar operar um mercado organizado para os valores mobiliários ofertados no mercado primário.

2.5.3 Possibilidade de o emissor escolher a plataforma para atuar como intermediadora de transações subsequentes

Sobre o tema, Basement defendeu que a sociedade empresária de pequeno porte tenha liberdade para escolher a plataforma que prestará tal serviço, independentemente de a plataforma escolhida ter atuado na oferta pública primária.

Afirmou que o maior risco desse modelo residiria em uma possível insuficiência de informações sob controle da plataforma escolhida, caso esta não tenha sido aquela que distribuiu a oferta e, para mitigar esse problema, sugeriu que a norma preveja obrigação da plataforma distribuidora da oferta transmitir, de forma organizada, legível e tempestiva, todas as informações de seu conhecimento sobre a emissora, a oferta, os investidores e os valores mobiliários emitidos para a plataforma intermediária, a pedido da emissora, o que denominou de “portabilidade”.

Adicionalmente, a fim de evitar disparidades de informações sobre determinada emissora, Basement sugeriu que fosse permitido à emissora eleger apenas uma plataforma para intermediar negociações secundárias de todos os seus valores mobiliários, de modo que seria vedado que a mesma emissora tenha valores mobiliários negociados em plataformas diferentes.

Sobre a restrição de a plataforma autorizada a realizar intermediação secundária ser a mesma plataforma que conduziu a oferta pública, comentou que, se tal restrição for mantida, poderia levar a situações indesejáveis como: “(i) plataformas podem vir a falir ou encerrar suas atividades, deixando desassistidas suas emissoras e seus investidores; (ii) algumas plataformas podem não ter interesse em atuar na intermediação secundária, seja por motivos comerciais, estratégicos, operacionais ou tecnológicos, o que impediria as emissoras e seus investidores de acessar esse valioso serviço; e (iii) não é incomum (e deve-se tornar cada vez mais comum, com o crescimento do mercado) que empresas realizem ofertas públicas em mais de uma plataforma – a restrição proposta poderia levar ao contrassenso de a emissora ter ativos “listados” em múltiplas plataformas, forçando seus investidores e administradores a lidar com múltiplos agentes e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

diferentes regras para acessar a negociação, o que implicaria ineficiência e complexidade ao sistema”.

Com opinião similar, ABCripto, ABFintechs, nTokens e Tiger Equity propuseram que caso a plataforma responsável pela captação primária não possa oferecer o serviço de intermediação secundária, outra plataforma possa fazê-lo, desde que divulgue adequadamente todas as informações relevantes a respeito daquele investimento, garantindo a todos os investidores, de forma equânime, pleno acesso às informações.

Por fim, Tozzini Freire e Cluster 21 sugeriram a inclusão de alerta expressando que a plataforma não será responsável solidariamente pela transferência de recursos concernentes à negociação dos valores mobiliários.

Em relação aos comentários envolvendo a possibilidade de que outra plataforma – que não aquela que promoveu a distribuição da oferta pública – possa atuar como intermediadora de transações subsequentes, vale repisar que a permissão ora concedida pela regulamentação não abrange a constituição de um mercado organizado de valores mobiliários.

Portanto, considerando que (i) a plataforma poderá atuar como intermediadora de transações subsequentes que abrangerão, no lado da venda, os investidores que participaram da oferta, e que tais investidores necessariamente estarão cadastrados em seu ambiente; e (ii) todas as informações sobre a sociedade empresária de pequeno porte já se encontram no ambiente da plataforma que promoveu a oferta pública, não faria sentido ter uma outra plataforma – que a priori não possui qualquer relação com os investidores que participaram da oferta ou com a sociedade empresária de pequeno porte – atuando como intermediadora de transações.

Reforça a necessidade da restrição a possibilidade – que tende a ser comum – de a própria plataforma promotora da oferta realizar os serviços de controle de titularidade e de participação societária desde o momento da oferta. Tal possibilidade, que foi permitida alternativamente à necessidade de contratação de escriturador, só é cabível de ser exercida tendo a própria plataforma o controle de todas as transações subsequentes realizadas em seu ambiente.

Contudo, a CVM concorda que eventual encerramento das atividades da plataforma que conduziu a oferta poderia levar a situações indesejáveis, especialmente considerando as novas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

possibilidades que se abrem para as plataformas com a prestação dos serviços de controle de titularidade e a atuação como intermediadora de transações subsequentes.

Por esse motivo, se entendeu oportuno implementar ajustes na seção que trata do cancelamento do registro da plataforma, a fim de explicitar o procedimento a ser adotado nesse caso, a depender da natureza do cancelamento, se a pedido, por decisão da CVM ou em decorrência de decretação de falência, liquidação judicial ou extrajudicial ou dissolução do prestador de serviços (art. 23, §§ 1º e 2º).

Por sua vez, as regras a serem observadas no caso de descontinuidade na prestação dos serviços de controle de titularidade e de participação societária estão dispostas na seção específica que trata desses serviços, especificamente no art. 14, §§ 1º e 2º, da Resolução. Destaca-se que a alternativa prevista no art. 14, § 1º, II, possibilita a assunção, por outra plataforma, das relações comerciais existentes com uma sociedade empresária de pequeno porte e seus investidores, inclusive a possibilidade de continuidade de prestação dos serviços de controles de titularidade e participação societária, bem como a atuação como intermediadora de transações subsequentes, mas tal hipótese somente se aplica no caso de extinção do contrato em razão de cancelamento do registro da plataforma inicialmente contratada.

Por fim, a CVM não acolheu a sugestão de inclusão de alerta de Tozzini Freire e de Cluster 21, por entender que ela não agrega para o aprimorar o regime previsto na Resolução.

2.5.4 Limitação aos ativos objeto da oferta pública

Basement afirmou que operacionalizar e fiscalizar a restrição à intermediação apenas de ativos emitidos publicamente é complexo, uma vez que os ativos têm natureza escritural e seria “extremamente difícil identificar o seu lastro e origem, diferentemente do que ocorre com títulos de dívida ou debêntures”, além do fato de ser possível ter ativos adquiridos em emissões diversas, realizadas pública ou privadamente.

Entendeu, dessa forma, que seria “importante esclarecer na norma qual tratamento deverá ser adotado para garantir que as ações admitidas à intermediação pela plataforma tenham sido objeto de distribuição pública” e também como seria o tratamento dos ativos resultantes da conversão ou do exercício dos valores mobiliários originalmente ofertados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em atenção ao comentário de Basement, a CVM delimitou o alcance da obrigação e, nos termos do art. 3º, V, devem ser objeto de escrituração ou de controle de titularidade e de participação societária os valores mobiliários objeto da oferta pública, bem como todos aqueles com eles fungíveis, neles conversíveis ou que se convertam na mesma espécie de valor mobiliário, o que elimina, dessa forma, a dificuldade operacional suscitada.

2.5.5 Histórico das transações realizadas (§ 5º, V, do art. 28, da Minuta)

Acerca da obrigação da plataforma de manter histórico de volume e preço das negociações realizadas para cada sociedade empresária de pequeno porte disponível para os investidores do mesmo valor mobiliário e para a CVM, Basement comentou que deveria ser estabelecida uma periodicidade mínima de atualização desse histórico, como no primeiro dia útil de cada mês, de modo que cada atualização deveria ser mantida pública por, no mínimo, cinco anos.

O comentário foi considerado pertinente e o ajuste foi realizado no art. 16, IV, da Resolução (o dispositivo proposto na Minuta foi transferido para o Capítulo V que trata das transações subsequentes).

2.5.6 Necessidade de limitação da venda de valores mobiliários pelo controlador ou investidor líder

Alguns participantes apresentaram sugestões no sentido de limitar a venda de valores mobiliários de alguns atores ou estabelecer obrigações adicionais relacionadas à compra e venda de participações consideradas relevantes.

nTokens e ABFintechs recomendaram limitar a venda de participação de investidor líder de sindicatos no mercado secundário à razão de sua participação no investimento total, que seria justificável em razão da diferença qualitativa e do viés informacional existente entre o investidor líder e os demais, além de reforçar a responsabilidade do investidor líder com a viabilidade de longo prazo dos investimentos.

Na mesma linha, Beegin Invest alertou sobre a necessidade de estabelecimento de salvaguardas adicionais na norma por entender que, no mercado secundário, deveria haver restrição de negociação por parte do controlador (ou grupo de controle) da emissora ou investidor líder, sendo a eles vedado negociar.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Basement enviou proposta defendendo a introdução de obrigação da plataforma divulgar, em adição às informações sobre preço e quantidade, o nome e a natureza da relação com a emissora dos alienantes ou adquirentes que detenham mais de 5% do capital social da sociedade empresária de pequeno porte, objetivando mitigar os riscos envolvidos.

Sobre a matéria, a Instrução CVM 588 já contém previsões que buscam trazer garantias aos investidores no caso de alienação pelo controlador ou investidor líder: (i) no art. 19, inciso I, alínea “f”, há a obrigação da plataforma de assegurar que o contrato ou escritura garanta aos investidores o direito de alienação conjunta no caso de ser formulada oferta vinculante aos controladores para alienar, direta ou indiretamente, o controle da sociedade empresária de pequeno porte, nos mesmos termos e a igual preço àqueles oferecidos aos controladores; e (ii) no art. 19, inciso I, alínea “h” obrigação da plataforma de assegurar que exista previsão contratual que garanta, no caso de o investidor líder alienar, no todo ou em parte, seu investimento na sociedade empresária de pequeno porte, o direito dos investidores apoiadores do sindicato de alienação conjunta dos valores mobiliários, nos mesmos termos e por igual preço àqueles oferecidos ao líder.

Não obstante, considerando que a plataforma poderá atuar como intermediadora de transações subsequentes e o potencial risco de pessoas ligadas à sociedade empresária de pequeno porte realizarem operações neste contexto, a CVM, a partir dos comentários recebidos, optou por limitar que o investidor líder e os controladores (ou grupo de controle) alienem valores mobiliários que representem mais de 5% de sua participação em relação à posição detida quando do encerramento da oferta, nos termos do art. 15, § 4º.

Ademais, a plataforma deve sinalizar para os potenciais compradores que a intenção de alienação é proveniente das pessoas mencionadas, conforme prevê art. 16, § 2º, da norma.

Tendo em vista o acolhimento de tais sugestões, entendeu-se que o comentário de Basement perdeu o objeto, pelo fato de a preocupação do participante ter sido atendida de forma alternativa.

2.5.7 Regra de transição

Alguns participantes consideraram relevante incluir previsão de regras de transição para regular a alteração sugerida na Minuta em relação à possibilidade de a plataforma atuar como



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

intermediadora de transações subsequentes. nTokens e ABFintechs indagaram se os valores mobiliários emitidos anteriormente à entrada em vigor da nova norma poderão ser negociados em mercado secundário, desde que sejam escriturados. Na mesma linha e com entendimento afirmativo, ABCripto e Tiger Equity defendem que esses ativos deveriam ser abarcados a fim de assegurar isonomia de tratamento no mercado, desde que escriturados.

A CVM entendeu que é possível que sociedades empresárias de pequeno porte que já tenham realizado ou estejam realizando oferta pública autorizem a plataforma a atuar como intermediadora de transações de valores mobiliários de sua emissão, observadas as condições previstas na Resolução.

Ressalta-se que, nesse caso, a sociedade empresária de pequeno porte deve formalizar seu consentimento com a atuação da plataforma nessa feição em relação aos valores mobiliários de sua emissão, nos termos do art. 17 da Resolução, devendo ser observada também a regra de transição prevista no art. 54.

2.6 Rito de autorização das plataformas

Em atenção ao disposto no Decreto nº 10.178, de 18 de dezembro de 2019, a Minuta trouxe propostas para remodelar o regime de autorização das plataformas de **crowdfunding**, dentre elas (i) inclusão da aprovação tácita por decurso de prazo e de um prazo para confirmação, por parte da Autarquia, de que todos os documentos necessários para a avaliação foram entregues; (ii) fixação do prazo de 90 (noventa) dias para que a área técnica analise o pedido, prazo que pode ser suspenso em até duas oportunidades em função de exigências de solicitação de documentos e informações adicionais ao requerente.

Baptista Luz sugeriu alteração na redação proposta no art. 14 da Minuta, para que seja concedida ainda maior segurança jurídica durante este processo de pedido de autorização para prestação de serviços de plataforma eletrônica de **crowdfunding**.

Entendeu necessário explicitar que, decorrido o prazo de até dez dias para a indicação da ausência de algum documento previsto no Anexo 14, a área não poderá acusar o participante de ausência de documentos, devendo a inexistência de manifestação ser lida como uma indicação de que o participante completou com sucesso sua documentação no processo de obter autorização para operar enquanto plataforma eletrônica de **crowdfunding**, tendo sugerido a seguinte



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

complementação no parágrafo único: “e, no caso de ausência de manifestação da SMI no prazo aqui mencionado, entender-se-á como completa a documentação”.

Martinelli Advogados entendeu que poderia haver certa discricionariedade na determinação de suspensão do prazo pela área em caso de necessidade de complementação de informações ou documentos, nos termos do art. 15, § 1º. Assim, sugeriu que a solicitação da área técnica deve ser fundamentada, apontando expressamente ao solicitante a correspondência nos termos legais a ser cumprida, de forma a trazer maior clareza sobre a exigência, além de impedir que seja feita solicitação de informações que não componham o rol preexistente.

O § 3º, por sua vez, determina que o prazo de cumprimento de exigências pode ser prorrogado uma vez por 10 dias. Tendo em vista que a minuta anterior estabelecia um prazo de 45 dias para o cumprimento das exigências, sugeriu que o referido prazo seja alterado para 15 dias, permitindo ao solicitante tempo hábil para obter as informações necessárias e evitar novos questionamentos. Da mesma maneira, o § 6º da Minuta descreve que o solicitante deve cumprir eventuais novos questionamentos da SMI em 10 dias. Sugeriu, por outro lado, que seja adotado o prazo de 20 dias, para que haja tempo hábil e satisfatório para a resposta adequada aos questionamentos e obtenção das informações que se fizerem necessárias.

Considerando que o Decreto nº 10.178, de 18 de dezembro de 2019, estabelece prazos máximos para as respostas administrativas que só começam a correr a partir do protocolo de todos os documentos requeridos para a análise do pedido de registro, foi introduzido prazo para que a área técnica sinalize a falta de algum dos documentos necessários para avaliação do pedido.

Nesse sentido, passado o prazo sem qualquer manifestação, entende-se que os documentos previstos no Anexo 14 (atual Anexo F) foram entregues e inicia-se a contagem dos prazos aplicáveis, sem prejuízo de a área identificar posteriormente a necessidade de informações ou documentos para a complementação da instrução do pedido de registro, o que poderá ser solicitado sem interromper a fluência do prazo.

Iniciado o prazo nos termos do **caput** do art. 21 da Resolução, a possibilidade de suspensão prevista no § 1º, no caso de necessidade de informações ou documento adicionais, deve ser fundamentada, com a indicação clara do que deve ser objeto de complementação, não havendo espaço para discricionariedade neste caso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação à ampliação dos prazos, cabe ressaltar que o procedimento proposto na Minuta é diferente do que prevê a norma atualmente em vigor, que estabelece uma única interrupção para cumprimento de exigências, voltando o prazo a correr depois de passados 45 dias.

Na nova sistemática, já é feita uma conferência prévia dos documentos, após a qual passam as correr os prazos e, após essa fase, há a possibilidade, ainda, de suspensão do prazo uma vez no caso de necessidade de complementação dos documentos, contando um prazo total para cumprimento de exigências, já considerando eventual prorrogação, de 30 dias.

Além desses pontos, procedimento similar está previsto, por exemplo, na Resolução CVM nº 60, de 23 de dezembro de 2021, que dispõe sobre companhias securitizadoras de direitos creditórios registradas na CVM, cujo pedido de registro é analisado pela mesma superintendência competente para lidar com as questões previstas na Minuta. Assim, também por questões de uniformização, quando cabível, o texto proposto na Minuta foi mantido.

Também nessa linha padronização, o Capítulo VI foi alterado para utilizar somente a expressão registro de plataforma eletrônica de investimento participativo (ao invés de autorização para a prestação de serviço), tendo sido ajustadas eventuais referências a esse termo ao longo da norma.

3 Outros comentários à Instrução CVM 588

3.1 Ajuste na definição de investidor líder e possibilidade de busca de investidores

Crowdinvest sugeriu ajuste na definição de investidor líder para prever expressamente a possibilidade de que fundos de investimento atuem como investidores líderes, o que, na sua visão, agregaria grande valor a essa figura introduzida pela norma. ABCripto e Tiger Equity manifestaram-se no mesmo sentido.

Confiance Invest propôs que fundos de **venture capital** possam liderar captações nas plataformas e dos fundos específicos se tornarem sindicatos de investimento participativo virem a captar diretamente para emissões específicas. Os investidores poderiam escolher entre investir diretamente ou via sindicato de investimento, visto que, pelo conhecimento, experiência e credibilidade que tais veículos podem conferir à emissão dos valores mobiliários.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ABFintechs solicitou à CVM que seja permitido ao investidor líder buscar investidores qualificados cadastrados na base de usuários da plataforma para que estes contribuam para a composição do valor mínimo de 5% mínimo a ser aportado na oferta e, em troca, o líder compartilharia parte da remuneração com tais investidores. O participante justificou seu pedido em razão da preocupação com o aumento do valor desses aportes em consequência da elevação dos volumes de captação.

A natureza dos fundos de investimento não se compatibiliza com a figura do investidor líder, uma vez que esse deve comprovar experiência prévia, apresentar tese de investimento, bem como observar regras específicas previstas na norma. Além disso, o líder poderá atuar junto ao empreendedor de pequeno porte, aplicando seus conhecimentos e acionando sua rede de contatos para aumentar as chances de sucesso do projeto.

Em relação à sugestão de buscar investidores qualificados para ajudar o líder a atingir os 5% de aporte mínimo exigido, a CVM entende que não se coaduna com o objetivo dessa obrigação, que é a de exigir **skin in the game** para aquele que apresentará sua tese de investimento para determinada **startup** e que será seguido por alguns investidores que acreditam em sua tese e confiam no seu **expertise**.

Contudo, considerando que os valores envolvidos nas ofertas de **crowdfunding** passam a poder atingir valores muito superiores e para não limitar a atuação de tais investidores no âmbito de uma oferta, a CVM passou a exigir diferentes porcentagens de aportes mínimos conforme o valor alvo máximo da oferta, conforme previsão constante do art. 47, § 1º.

3.2 Alteração do valor alvo mínimo e do prazo máximo de captação

EqSeed propôs a alteração do valor alvo mínimo previsto no inciso III do art. 5º, sugerindo alterar de “igual ou superior a 2/3 (dois terços) do valor alvo máximo” para “igual ou superior a 50% (cinquenta por cento) do valor alvo máximo”, destacando que enxerga como um desenvolvimento positivo e relevante para o **crowdfunding** de investimento uma maior flexibilização da relação entre os valores alvo mínimo e máximo captados.

O participante citou que não há paralelo na regulamentação internacional para a regra do limite mínimo de 2/3 em caso de distribuição parcial e entende que desde que esteja claro, nas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

informações essenciais da oferta previstas na seção 2 do Anexo 8, onde estaria detalhado o uso dos recursos captados, indicando as atividades que serão realizadas nos cenários de captação mínima e máxima (alínea “f”), e o faturamento mensal e anual estimado para os 5 anos subsequentes (alínea “g”) em ambos esses cenários também, as empresas seriam capazes de realizar captações de investimento de forma mais flexível, sem acrescentar risco desnecessário aos investidores.

Apontou que com a devida transparência o investidor terá capacidade de discernir se a oferta é de seu interesse mesmo se o valor alvo mínimo de captação for menor proporcionalmente ao que é exigido atualmente pela regulamentação, podendo estar propenso a tomar o risco dependendo do **valuation** e dos termos oferecidos por cada empresa, sendo, nessa linha, “necessário considerar a alteração de mentalidade e o **full disclosure** em relação às previsões financeiras”.

Quanto ao prazo de captação, Daniel Gassman sugere que seja alterado para um ano.

Uma das regras flexibilizadas em relação às ofertas de **crowdfunding** por conta dos impactos da pandemia da Covid-19 foi a redução do limite mencionado para 50%, nos termos do art. 1º, II, da Resolução CVM nº 4, de 20 de agosto de 2017, obedecidas as condições lá previstas.

Tais alterações vigoraram para as ofertas iniciadas até 31 de dezembro de 2020 e foi verificado que a medida alcançou somente (i) 5,43% do volume captado⁴; (ii) 5,41% da quantidade de operações bem-sucedidas⁵; e (iii) 2,27% da quantidade de investidores⁶, a demonstrar que a medida foi pouco utilizada pelos participantes.

Considerando, portanto, a baixíssima adesão a essa permissão temporária, e o fato de a alteração não ter sido discutida no âmbito da audiência pública, a CVM não considerou oportuna, nesse momento, a modificação do valor alvo mínimo previsto no inciso III do art. 5º.

⁴ Considerando o volume captado nas quatro ofertas que foram realizadas utilizando-se do benefício (R\$ 4.586.000) em relação ao volume total captado em 2020 (R\$ 84.401.300).

⁵ Considerando que quatro das 106 ofertas bem-sucedidas realizadas em 2020 usaram o benefício.

⁶ 188 investidores aderiram às 4 ofertas mencionadas, de um total de 8.275 investidores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em relação ao prazo de captação, o tema não foi objeto da audiência pública e, além disso, a CVM entende como adequado o prazo atual de 180 dias, não tendo sido a sugestão acatada.

3.3 Ampliação do conceito de sociedade empresária de pequeno porte

FapUnifesp sugeriu que fundações de apoio pudessem captar via **crowdfunding**, assim como constituir-se como plataforma eletrônica de investimento participativo.

Cluster 21 e Tozzini Freire avaliaram como pertinente a discussão sobre a possibilidade de OSCIPs, associações e fundações realizarem ofertas públicas de **crowdfunding**, por considerarem uma forma rápida e desburocratizada de arrecadar fundos para projetos sociais, sobretudo considerando que as plataformas podem contribuir para que investidores tomem conhecimento da existência da instituição ou do projeto social.

No mesmo sentido, GT de Impacto considerou interessante que se avaliasse a possibilidade de entidades sem fins lucrativos emitirem valores mobiliários via **crowdfunding**, pois afirma que (i) tal permissão ampliaria significativamente a possibilidade de alocação de recursos para o financiamento de investimento de impacto; e (ii) OSCs podem emitir contratos de investimento coletivos que são valores mobiliários, então não deveria haver impedimento na utilização do **crowdfunding** por tais instituições.

Alexandre Azambuja sugeriu que fosse ampliado o conceito de sociedade empresária de pequeno porte para incluir sociedades unipessoais, pois ressalta que a EIRELI é uma sociedade empresária unipessoal, que pode ser de pequeno porte ou não, o que a tornaria elegível para a emissão de valores mobiliários. Blox, Bocater e Costa Oliveira Advogados trouxeram sugestão similar.

Duarte Garcia, Serra Netto e Terra Advogados também defenderam a ampliação do conceito de empreendedores de pequeno porte para contemplar, além das EIRELIs, os produtores rurais, as cooperativas agropecuárias, as associações de produtores rurais e os empresários.

Vox Capital propôs a inclusão dos FIP Capital Semente ao rol de emissores da Instrução CVM 588, por entender que seria um avanço necessário e natural para que esta modalidade cresça de forma sustentável no Brasil.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Afirmou que em consultas a plataformas estrangeiras que oferecem investimentos individuais em empresas e investimentos através de fundos que coinvestem nestas ofertas, foram identificadas melhorias em três principais aspectos: (i) a efetiva democratização dos investimentos em **startups**, permitindo que pessoas físicas invistam em empresas emergentes de acordo com as melhores práticas da categoria e potencialmente ao lado de investidores profissionais; (ii) a inclusão do termo diversificação na comunicação das plataformas, pois a inclusão dos fundos nas plataformas trouxe visibilidade à importância da construção de um portfólio e aumentou o reinvestimento entre as ofertas individuais; e (iii) conforto para a entrada de gestores de **venture capital** na categoria, aumentando significativamente a qualidade dos negócios apresentados e do acompanhamento pós investimento.

De forma similar, ABFintechs ressaltou que, apesar de o sindicato de investimento participativo ser uma das maiores inovações introduzidas pela CVM ao mercado de capitais brasileiro no que tange as ofertas públicas de emissores de pequeno porte, ainda são poucas as plataformas que o utilizam por diversas questões, como por exemplo adições de complexidades do modelo apresenta e pelos custos tributários envolvidos.

Acredita que a estrutura mais eficiente para se formalizar o veículo de um sindicato de investimento participativo sem que a incidência tributária pese nos resultados financeiros esperados, quando alcançados, se daria por meio da utilização de um FIP, especialmente aqueles destinados para empresas nascentes, como os FIP Capital Semente ou Multiestratégia.

No entanto, pontuou que a distribuição de cotas de FIP Capital Semente ou Multiestratégia não pode ser realizada por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo (ou ao menos não há clareza regulatória se tal oferta poderia ou não ser realizada desta forma). Com esta possibilidade evidenciada na versão reformada da Instrução CVM 588, entende que a interação deste veículo de investimento com a modalidade passaria a ser mais frequente, além de permitir uma melhor governança e proteção aos investidores que desejarem ingressar no FIP como estratégia de investimento em portfólio. Assim, sugere a inclusão da possibilidade de distribuição de cotas de FIPs Capital Semente ou Multiestratégia por meio de oferta pública dispensada de registro operacionalizadas pelas regras da Instrução CVM 588. GT de Impacto trouxe sugestão similar.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Beegin Invest comentou que com a superveniência do mercado secundário, toma especial relevância a possibilidade de que um gestor de recursos possa fazer a gestão discricionária de uma carteira de ativos distribuída no âmbito das plataformas eletrônicas de **crowdfunding**. Sustentou que a autorização para tanto advém da leitura das Instruções CVM 558 e 588, pois essa última classifica de forma inequívoca que os ativos distribuídos pelas plataformas são valores mobiliários, já a 588 define a gestão de valores mobiliários como atividade privativa dos gestores, assim, lidas em conjunto, a conclusão seria de que um gestor pode realizar a gestão discricionária dos ativos referidos. Apontou relevante proporcionar tal diversificação aos investidores, ressaltando que os FIPs são restritos a qualificados.

Assim, propôs que: (i) seja permitida a oferta de cotas de FIP nas plataformas de **crowdfunding** desde que sua política de investimento se limite a investir em empresas elegíveis a realizar ofertas no âmbito da Instrução CVM 588; (ii) após a regulamentação da lei de liberdade econômica pela CVM, contemplando a constituição de fundos de investimento com classes distintas e patrimônio segregado, propôs que tais fundos sejam utilizados como veículos de investimento nos termos da Instrução CVM 588, de forma que os investimentos individuais em cada emissor continuem sendo realizados, porém por meio de um único veículo de investimento regulado e eficiente com diferentes classes.

Ao editar a Instrução CVM 588, a CVM optou por exigir que os emissores de **crowdfunding** fossem sociedades empresárias, por entender que essas guardariam maior aderência com o objetivo da regulamentação, que pressupôs a busca de financiamento por parte de sociedades empresárias inovadoras, em fase inicial de atividades (**startups**), que tenham como finalidade a obtenção de lucros para remunerar, em caso de êxito, os investidores que aportaram os recursos, o que está plenamente alinhado ao modelo atual.

Aceitar entidades sem fins lucrativos poderia levar a um afastamento dessa lógica, além de tornar o espectro de possíveis emissores amplo demais, como já havia sido alertado no âmbito da audiência pública da Instrução CVM 588, sendo certo que tais iniciativas poderiam ser atendidas por outros tipos de **crowdfunding**, como o de doações e recompensas.

Como tal possibilidade não foi um tema da audiência pública, não se entendeu conveniente promover a ampliação proposta sem uma reflexão maior dos possíveis impactos,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

inclusive pelos demais participantes da audiência pública. Portanto, as sugestões não foram acatadas.

Especificamente em relação à sugestão de incorporação da EIRELI, em razão do disposto no art. 41 da Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021, que determinou que as “empresas individuais de responsabilidade limitada existentes na data da entrada em vigor desta Lei serão transformadas em sociedades limitadas unipessoais independentemente de qualquer alteração em seu ato constitutivo”, entende-se que o comentário perdeu o objeto.

Por fim, no tocante à possibilidade de fundos captarem recursos via **crowdfunding**, reitera-se as explicações feitas no **box** do item 3.3. Ressalta-se, em conexão com o comentário de Vox Capital no sentido de se promover a atuação de fundos de investimento como coinvestidores, que não há restrição regulatória para que eles invistam nas ofertas públicas de sociedades empresárias de pequeno porte promovidas por plataformas de **crowdfunding**.

Por fim, em atenção ao comentário de Beegin Invest, vale reforçar que a utilização do termo “veículo” na conceituação e regulamentação dos sindicatos de investimento coletivo foi propositalmente genérica para permitir a possibilidade de utilização de fundos de investimento que, com o advento das classes de cotas com patrimônio segregado, passam a se tornar uma possibilidade viável como estrutura dos sindicatos, pois as classes poderiam ser criadas para cada oferta.

Isto posto, a possibilidade de constituição de fundos de investimentos para atuar como veículo do sindicato de investimento participativo se mostrará mais factível após a regulamentação das classes de cotas com patrimônio segregado pela CVM, a partir da qual será possível que um investidor fique restrito somente à oferta que escolher investir, mantendo, assim, a sua autonomia na escolha do investimento.

3.4 Ampliação do número de ofertas dos veículos de investimento

O art. 33, inciso I, da Instrução CVM 588 permite a constituição de veículo de investimento para o sindicato de investimento participativo participar em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas no mercado de **crowdfunding**, porém restringe a participação do veículo constituído em apenas uma oferta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ABCripto comentou que a constituição de veículo de investimento para uma única oferta tem se provado ineficiente do ponto de vista dos custos envolvidos na implementação de tal estrutura, então sugere a revogação do art. 33, I. Crowdinvest e Tiger Equity Participações opinaram no mesmo sentido.

Adicionalmente, ABCripto e Tiger Equity Participações consideraram que seria oportuno que a norma previsse expressamente que os sindicatos de investimento participativo sejam formados por pessoas físicas, jurídicas, clubes ou fundos de investimento.

GT de Impacto afirma que os FIPs ainda são uma categoria de investimento indisponível para a maioria dos investidores de **equity crowdfunding**, e destacou que a experiência mostra que a construção de um portfólio diversificado de ativos diminui o risco do investidor e) aumenta as chances de seu sucesso financeiro no longo prazo.

Dentre as sugestões do participante para democratizar ao investidor de varejo produtos que viabilizem a diversificação de um portfólio de investimento em sociedades empresárias de pequeno porte, cita a possibilidade de constituição de veículo que invista em um conjunto de empresas previamente selecionadas e com ofertas públicas nos termos da Instrução CVM 588. Assim, os investidores teriam a opção de, em seu exclusivo critério, investir individualmente nas sociedades empresárias de pequeno porte que este mais se identifique, ou, alternativamente, investir em um pool de oportunidades em conjunto, selecionadas pelo investidor líder, as quais estariam reunidas em um único veículo de investimento.

Como já ressaltado, a Instrução CVM 588 não prevê uma estrutura jurídica específica para a constituição de veículos de investimento, deixando em aberto para que os envolvidos escolham a configuração mais adequada.

Em relação à possibilidade de um veículo de investimento investir em mais de uma oferta, a CVM entende que é importante manter a vedação prevista atualmente no art. 33, I, da Instrução CVM 588, pois um veículo com uma carteira de aplicações atrai a regulamentação incidente sobre os fundos de investimento e administradores de carteiras de valores mobiliários.

Como já ressaltado no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 06/16, que propôs a Instrução CVM 588, o requisito de utilização de veículo de investimento para uma única sociedade empresária de pequeno porte, previsto no art. 33, inciso I, da referida instrução é um dos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

pilares centrais do modelo de **crowdfunding**, cuja flexibilização comprometeria inclusive a diferenciação existente entre sindicatos e fundos de investimentos, bem como entre o investidor líder e administradores de carteira.

3.5 Criação de duas classes distintas de investidores

Alexandre Azambuja propôs a criação, na Instrução CVM 588, de duas classes distintas de investidores, qualificados e não-qualificados, e inserção dos investidores profissionais na tipificação dos qualificados. Entende que só deveria existir apenas duas classes de investidores da Instrução CVM 588, sejam pessoa física ou jurídica, qualificados, tipificados na Instrução CVM 554, e os não-qualificados, composto de todos os demais participantes do mercado.

A CVM não entende necessária a inclusão da definição sugerida, uma vez que as duas categorias de investidores já estão definidas em outra norma e, pelo mesmo motivo, não entende pertinente a criação de conceitos de investidores qualificados e não-qualificados.

3.6 Eliminação da vedação de promessa de rendimento predeterminado aos investidores

UpAngel sugeriu a eliminação da vedação do rendimento pré-fixado e projetado, alegando que “plataformas de crowdfunding imobiliário já estão pré-fixando e determinando esses rendimentos”.

Nos termos do art. 28, V, da Instrução CVM 588, é vedado às plataformas prometer rendimento predeterminado aos investidores, sendo necessário informar se o valor mobiliário ofertado confere ao portador direito de crédito perante a sociedade empresária de pequeno porte e as condições de remuneração, conforme prevê a seção 3 do Anexo 8 (atual Anexo E).

A CVM não entende que se configura como promessa de rendimento a simples informação acerca da existência e do valor da taxa prefixada nas ofertas públicas de valores mobiliários de renda fixa.

3.7 Investidores não residentes

Wizartup aventou a possibilidade de investidores não residentes no Brasil participarem do ecossistema empreendedor, sem precisar de CPF para tal. Acredita que isto poderia alavancar o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

tamanho do mercado no Brasil e trazer investimentos estrangeiros em empresas de pequeno porte. Pontua que nos Estados Unidos, por exemplo, existe a possibilidade de investir como não residente sem a necessidade de declarar impostos naquele país (Formulário W-8BEN da SEC).

A iniciativa de deixar de exigir o CPF de investidores não residentes está fora da esfera de competência da CVM, pois se trata de matéria que envolve questões tributárias relacionadas a este tipo de investidor. Portanto, a sugestão não foi acatada.

3.8 Inclusão de informações sobre o sindicato de investimento participativo (seção 4)

GT de Impacto sugere alteração na seção 4 do Anexo 8, que trata das informações sobre sindicatos de investimento participativo, para que haja menção à possibilidade de envio de informações relativas às métricas de acompanhamento de riscos e impactos positivos sociais e ambientais aplicáveis às sociedades empresárias de pequeno porte ou, conforme o caso, às entidades sem fins lucrativos que operam com a lógica de um negócio de impacto.

A sugestão foi parcialmente aceita, tendo sido incluído o texto inicial que cita métricas de acompanhamento de riscos e de impacto positivo social e ambiental aplicáveis às sociedades empresárias de pequeno porte, conforme redação da alínea “h”, subitem 7, da seção 4 do Anexo E (antiga alínea “h”, subitem 6, da seção 4 do Anexo 8).

3.9 Oferta de diferentes classes ou séries de valores mobiliários

Veirano sugeriu que fosse permitido ofertar ativos com classes diferenciadas dentro de uma mesma emissão, o que poderia permitir acesso a um número maior de investidores, haja vista a oportunidade de maior adequação ao perfil de risco dos diferentes investidores cadastrados nas plataformas, o que, por sua vez, poderia reduzir os custos tanto para as emissoras quanto para as plataformas, com o aproveitamento da estrutura de uma mesma emissão para captação de montantes mais significativos.

GT de Impacto solicitou que fosse esclarecida a possibilidade de realização de oferta simultânea de um mesmo valor mobiliário, ou mais de uma série em uma mesma emissão, desde que exclusivamente diferenciados por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração. Além disso, indagou se seria possível realizar uma oferta de doação simultaneamente a uma oferta de valor mobiliário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A norma faz referência a valores mobiliários de forma genérica, não havendo determinação em relação a uma estrutura específica de oferta a ser realizada pela sociedade empresária de pequeno porte, desde que respeitadas as demais condições e vedações previstas.

No tocante à doação, o financiamento captado por meio deste negócio jurídico não é considerado oferta pública nos termos do § 1º do art. 2º da Instrução CVM 588. Assim sendo, em um modelo que adote uma forma de financiamento mista, com parte em doação e parte com oferta pública de valores mobiliários, em relação a essa última serão aplicáveis todos os comandos da Resolução.

Ressalta-se que o dispositivo citado foi remanejado para o art. 1º, que trata do âmbito e finalidade da norma, constando na Resolução como § 3º do art. 1º.

3.10 Permissão para “auto investimento” e gestão dos recursos

Vox Capital explicou que o recurso tecnológico do que denomina “auto investimento” permite que investidores especifiquem o montante que desejam investir em **startups** e sua tese de investimento – de acordo com preferências setoriais, de modelos de negócio, estágio do negócio, entre outros – e um **software** automaticamente realiza o investimento de acordo com os critérios fixados, levando em consideração o peso que cada negócio deve ocupar em cada portfólio. Citou que plataformas como Republic e Seedrs ainda permitem o cancelamento das reservas realizadas pelo **software**, oferecendo a mesma liberdade aos investidores.

Em suma, defendeu que esse mecanismo atenderia estimularia a diversificação, construindo portfólios personalizados de acordo com as preferências individuais de cada investidor e alimentando a essência de independência do **equity crowdfunding**, reduzindo fricções e intermediários.

Da mesma forma, GT de Impacto apontou que o mecanismo de “autoinvestimento” atenderia à necessidade de estimular a diversificação, viabilizando a construção de portfólios personalizados de acordo com as preferências individuais de cada investidor e alimentando a essência de independência do **crowdfunding**.

Basement comentou que faltam à atual estrutura desenhada pela norma alguns incentivos a essa diversificação, havendo mesmo alguns óbices a tanto. Nesse sentido, entende que seria



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

positivo para o mercado e para os próprios investidores que esses pudessem optar por participar de um programa que lhes permita diversificar seu portfólio de acordo com critérios pré-estabelecidos, incluindo montante investido por oferta e características da empresa e do setor de interesse.

Por meio desse programa, o investidor pré-selecionaria os critérios a serem atendidos pelas empresas investidas e depositaria em uma conta de pagamentos de sua titularidade, de livre movimentação, o montante que tivesse interesse em investir, podendo acompanhar seus investimentos automáticos na plataforma à medida que as ofertas fossem sendo divulgadas.

Basement sustentou que esse programa traria dois grandes benefícios ao mercado de **crowdfunding**: (i) as plataformas e investidores líderes teriam melhor previsibilidade sobre sua capacidade de angariar recursos para a oferta, mesmo antes de sua abertura, mitigando, assim, os riscos de seleção adversa advindos de empreendedores receosos de ir captar a mercado; e (ii) o estímulo à diversificação de portfólio dos investidores, os quais hoje em sua maioria concentram investimentos em uma única ou algumas poucas empresas, aumentando seu risco de perda de capital.

ABFintechs acredita importante atribuir funções de gestão discricionária de recurso dos investidores apoiadores ao investidor líder quando este for habilitado para tanto pelas regras de administrador de carteiras de valor mobiliário.

Como mencionado no item 2.4.1 deste Relatório, não faz parte da lógica do **crowdfunding** a delegação da gestão discricionária dos recursos do investidor, pois o modelo pressupõe que o investidor escolha a empresa, o negócio ou o projeto que deseja investir.

A utilização de mecanismos tecnológicos (“autoinvestimento”) quebra essa lógica é quebrada e pressupõe que a plataforma receberá recursos previamente à oferta para gestão. Portanto, sugestões neste sentido não foram acatadas.

Neste sentido, reforça-se as vedações contidas no art. 28, incisos VI, XIII e XV, da Instrução CVM 588, atuais incisos V, XII e XIV do art. 36 da Resolução, sendo mantido o entendimento que não é permitido às plataformas fazer a gestão discricionária de recursos dos investidores, tampouco sendo permitida tal atividade pelo investidor líder pelos motivos já expostos nos itens anteriores deste Relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Diante do exposto, as sugestões não foram aceitas.

3.11 Pool de distribuição dos valores mobiliários

Basement sugeriu que as plataformas possam atuar em conjunto na distribuição das ofertas, em modelo semelhante ao de sindicato de bancos utilizado hoje em IPOs no Brasil, visando a buscar mecanismos de estímulo e facilitação à distribuição de ofertas. Defendeu que esse modelo permitiria à emissora e ao mercado como uma melhor assistência, pois sempre haveria uma plataforma responsável por garantir a idoneidade, correção e o bom andamento da oferta, coordenando os esforços de diligência e colocação, e podendo, inclusive, ser responsabilizada pela CVM por eventuais falhas na condução da oferta.

A regulamentação do **crowdfunding** de investimento oferece a possibilidade de se realizar uma captação pública de recursos sem os registros de emissor e da oferta pública junto à CVM, resultando em uma alternativa célere e desburocratizada para a captação de recursos por parte das sociedades empresárias de pequeno porte, mas que, por outro lado, possui a figura da plataforma como **gatekeeper** da oferta pública, tendo que desempenhar várias funções e obrigações previstas na norma.

Assim, a CVM entende que para que fosse possível permitir mais de uma plataforma na distribuição da oferta, teria que ser feita uma revisão específica da norma para adequá-la a esta possibilidade, delineando como ficariam as obrigações de cada participante e se haveria um coordenador líder com atribuições específicas, o que não foi objeto desta audiência pública.

Por esse motivo, as sugestões não foram acatadas, sem prejuízo de o assunto ser reanalisado no futuro.

3.12 Possibilidade de a plataforma oferecer outros produtos

Plataforma CWL sugeriu que seja permitido à plataforma oferecer outras formas de captação de recursos além do **crowdfunding** de investimento regulamentado pela CVM, desde que atendidos os seguintes requisitos: (i) devem ser criados mecanismos de comunicação com os investidores para acessarem locais específicos com as orientações e informações necessárias a cada modalidade; (ii) orientações relacionadas a cada procedimento de investimento, riscos, benefícios e obrigações, bem como toda a comunicação visível que oriente corretamente o investidor sobre



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

qual modalidade está sendo visualizada a oferta (branding, logo, destaque na oferta relacionada à modalidade e toda a comunicação visual relativa as autorizações, homologações e separações contábeis relacionadas); e (iii) após o usuário entrar na oferta selecionada, que tenha à sua disposição todas as orientações com fácil acesso e comunicação clara e objetiva sobre a modalidade de que a oferta selecionada faz parte.

Em relação a essa matéria, é importante esclarecer inicialmente que a norma não veda que a plataforma tenha outras atividades. Entretanto, a plataforma não pode oferecer outros produtos de investimento que estão fora dos limites e das características da oferta prevista na Instrução CVM 588 no mesmo local em que são divulgadas as ofertas de **crowdfunding**.

Este entendimento foi corroborado pela decisão do Colegiado proferida em reunião realizada em 18/06/2021⁷, na qual o Colegiado emitiu uma **stop order** em relação a uma plataforma registrada, por entender houve infração ao art. 8º, **caput**, da Instrução CVM 588 ao utilizar endereço eletrônico com referência à autorização obtida junto à CVM para atuar como plataforma de **crowdfunding**, com propósito de oferecer outros investimentos que não aqueles autorizados por essa norma específica e sequer regulamentados pela CVM.

Dessa forma, foi feito um ajuste pontual no art. 8º para deixar claro que a plataforma deve destinar uma página na rede mundial de computadores exclusivamente para as ofertas de **crowdfunding** por ela conduzidas, com o objetivo de garantir transparência e objetividade para o investidor em relação a essa modalidade de investimento em valores mobiliários, mitigando, assim, eventual risco de o investidor ser induzido a erro quanto ao produto ofertado e à competência da CVM em relação ao que está sendo oferecido.

Nesse sentido, não é permitido que haja outros tipos de ofertas de investimento na mesma página da plataforma usada para divulgar as ofertas de valores mobiliários relacionadas às operações de **crowdfunding**, nos termos do art. 36, XVI, da Resolução.

⁷ http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200618_R1.html.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.13 Possibilidade de consulta prévia de viabilidade da oferta

Bloxs, Costa Oliveira Advogados e Crowdinvest questionaram sobre a possibilidade de consultas a potenciais investidores a ser realizadas pelo ofertante ou pelo intermediário líder para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de valores mobiliários para as ofertas reguladas pela Instrução CVM 588.

O mecanismo proposto é similar ao adotado no exterior e conhecido pelo termo **testing the waters** que existe no arcabouço de ofertas públicas da CVM conforme o art. 43 da Instrução CVM 400. Os participantes julgam que a viabilidade de tal mecanismo depende da possibilidade da divulgação de dados do setor ou segmento de atuação da potencial emissora e dados do projeto potencial, anteriormente ao início da oferta, de modo similar ao adotado nas regras da Instrução CVM 400.

Os participantes observaram que no caso do **crowdfunding** de investimento devem ser abordadas na norma questões relevantes como a possibilidade de realização de “consulta (a) a potenciais investidores fora do ambiente da plataforma (instagram, facebook, landing pages, google); (b) em eventos presenciais gravados; (c) coletando dados (email/telefone) de eventuais interessados na oferta pública, em caráter não vinculante; e (d) em igual formato ao utilizado na oferta os detalhes de expectativa de rentabilidade, prazos e demais dados financeiros”.

No mesmo sentido propôs Basement, ressaltando que tal previsão garantiria maior segurança e conforto aos empreendedores, que teriam maior certeza sobre a viabilidade de sucesso de suas ofertas antes de abri-las ao público, reduzindo, assim, custos de preparação e de efetiva realização das ofertas públicas, assim como o risco reputacional no caso de ofertas malsucedidas. Destaca que a maior parte desses benefícios foram utilizados pela SEC para justificar sua proposta de inclusão de previsão sobre **testing-the-waters** no **Regulation Crowdfunding**, em termos similares ao que já é previsto hoje no **Regulation A+** dos EUA, no seu artigo 17, CFR §230.255.

Dessa forma, tomando como parâmetro as disposições da Instrução CVM 400 e da legislação norte-americana supracitada, propôs que fossem definidas algumas regras e limitações, visando a proteção dos potenciais investidores e a higidez do mercado, sendo permitido à sociedade de pequeno porte e à plataforma consultarem até 50 (cinquenta) potenciais investidores, bem como



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

seja mantida uma lista detalhada com informações sobre as pessoas consultadas, a data e hora em que foram consultadas, bem como a sua resposta quanto à consulta.

Além disso, sugeriu que fosse permitida a consulta escrita ou oral, bem como que os materiais utilizados para essas consultas - um “script”, no caso de consulta oral - sejam disponibilizados na página de informações essenciais sobre a oferta, a fim de garantir que as informações disponibilizadas pela emissora em suas consultas sejam substancialmente consistentes com os termos da oferta pública.

Quanto ao conteúdo, entendeu que a norma deveria exigir que a emissora e a plataforma tomem todas as medidas necessárias para que a intenção de realização da oferta pública seja mantida em sigilo até o protocolo do Anexo 27-I da oferta junto à CVM e a sua regular divulgação ao público-alvo da oferta, bem como que os investidores consultados tenham conhecimento de que: (i) a sociedade está considerando uma oferta pública nos termos da Instrução CVM 588, mas ainda não se decidiu sobre a distribuição de valores mobiliários; (ii) nenhuma quantia em dinheiro ou outro investimento está sendo solicitado e, se enviado, não será aceito; (iii) nenhum investimento ou intenção de investimento será aceito até o lançamento da oferta pública; e (iv) a indicação de interesse de um potencial investidor não é vinculativa.

Em relação à possibilidade de consulta a potenciais investidores a ser realizada pelo ofertante ou pelo intermediário líder para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta regulada pela Instrução CVM 588, considerando que não há na referida norma vedação similar à que consta nos arts. 43 e art. 48, I, da Instrução CVM 400, entende-se possível tal atividade no que não conflitar com outras disposições da Resolução, especialmente a seção que trata da divulgação da oferta pública. Uma vez que o assunto não foi objeto da audiência pública, a CVM entende que não seria pertinente acrescentar na norma questões ligadas à matéria sem prévio debate.

3.14 Possibilidade de oferta de investimento participativo de CIC Hoteleiros

Duarte Garcia, Serra Netto e Terra Advogados sugeriram a inclusão da possibilidade de oferta, via plataforma eletrônica, de oferta de investimento participativo de CIC Hoteleiros, pois entendem que essa inclusão aumentaria a capilaridade desse tipo de valor mobiliário, tanto no mercado primário, quanto no mercado secundário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo - CIC hoteleiro tem um regime específico e é regulada pela Instrução CVM nº 602, de 27 de agosto de 2018. Portanto, a oferta pública de tais valores mobiliários não pode ser realizada via plataforma eletrônica de investimento participativo.

3.15 Prazos para desistência (art. 3º, III), transferência do montante final (art. 5º, V) e restituição integral dos valores investidos (art. 7º, § 2º)

A Minuta trouxe alterações em relação a esses três prazos: (i) redução de sete para cinco dias do prazo de desistência garantido ao investidor (art. 3º, III); (ii) alteração de “até 5 (cinco) dias úteis” para “até 7 (sete) dias” do prazo para a plataforma transferir o montante final investido para a sociedade empresária ou para os investidores caso a oferta não tenha obtido êxito; (iii) exclusão da expressão “úteis” contida nos art. art. 7º, § 2º, que dispõe sobre o prazo que a plataforma tem para tomar as providências para garantir a restituição integral dos valores investidos no caso de cancelamento ou suspensão da oferta (para aqueles investidores que tenham optado por revogar o investimento), passando a ser de no máximo 5 (cinco) dias.

Baptista Luz defendeu a alteração no prazo de desistência garantido ao investidor, para até 5 (cinco) dias úteis, sugerindo excluir a expressão “no mínimo”. Sugere também que o prazo para restituição dos valores previsto no art. 7º, § 2º seja em dias úteis, por entender que o prazo em dias corridos não seria suficiente.

FIESP sugeriu que fossem mantidos os sete dias para desistência atualmente vigente, com base nos arts. 3º, § 2º, e 49 do Código de Defesa do Consumidor, que prevê sete dias para desistência, o que conferiria maior segurança jurídica ao investidor. Martinelli Advogados também tem este entendimento.

Por outro lado, Oliveira Drumond sugeriu a exclusão do prazo para desistência, pois tal faculdade leva a uma situação de incerteza para a emissora. Afirmou que ao analisar a sistemática da Instrução CVM 400, a desistência é exceção e não regra; além disso, ressaltou que a possibilidade de intermediação secundária desses valores mobiliários proposta na Minuta corrobora a completa desnecessidade do direito de desistência pelos investidores que, na visão do participante, prejudica os emissores.

Nesse sentido, propôs a exclusão do inciso III do art. 3º e um ajuste no § 2º do mesmo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

dispositivo para atualizar a redação em razão da proposta aqui referida, além de uniformizar o conceito de “confirmação de investimento” mencionado em diversos trechos da norma.

As alterações dos prazos previstos nos arts. 3º, III, e art. 5º, V, tiveram o objetivo de facilitar a operacionalização do fechamento da oferta pública pela plataforma, visto que a redação original poderia acarretar uma sobreposição de prazos.

A CVM entende que o prazo de cinco dias corridos é adequado para que o investidor tenha tempo de refletir e eventualmente desistir da oferta, lembrando que essa opção de desistência não é praxe em investimentos em valores mobiliários, tendo sido excepcionalmente introduzida na oferta de **crowdfunding** por conta das especificidades desse tipo de oferta e da possibilidade de participação do investidor de varejo.

Da mesma forma, entende-se que o prazo de cinco dias é suficiente para que a plataforma possa se organizar para restituir os valores no caso do art. 7º, § 2º, da Minuta.

Portanto, as sugestões não foram aceitas.

3.16 Remuneração do investidor líder e demais participantes

Em relação à vedação constante do art. 37, I, de que o investidor líder receba qualquer espécie de remuneração além da taxa variável de desempenho, GT de Impacto comentou que tal proibição tem impedido uma atuação profissional e estruturada junto aos investidores e às sociedades empresárias de pequeno porte, seja no processo de seleção e estruturação das ofertas, seja no acompanhamento e suporte pós-oferta, como administrador ou consultor da sociedade.

Dessa forma, alegou que a atual impossibilidade de remuneração do investidor líder faz surgir atores não regulados para cumprir parte dessas atividades, como consultores e agentes estruturadores que, por não serem regulados, podem receber remuneração a qual não sofre qualquer limitação e muitas vezes não é nem mesmo comunicada com transparência ao investidor.

Sustentou que seria mais adequado permitir que essas atividades de preparação e acompanhamento também pudessem ser remuneradas quando oferecidas pelo investidor líder e não apenas quando oferecida por terceiros consultores, com a adoção de uma política de absoluta e rigorosa transparência em relação a toda e qualquer remuneração, rebate e/ou taxa devida aos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

investidores líderes, eventuais consultores da oferta, ou quaisquer terceiros, seja essa remuneração paga pelo investidor e/o pelo empreendedor.

Da mesma forma, Basement se posicionou a favor da permissão para cobranças de outras taxas ou formas de remuneração, pois alegou ser bastante custoso manter uma estrutura operacional apta a fazer seleção de boas empresas e originação de bons negócios, cumprir com uma **due diligence** cuidadosa, encontrar investidores interessados, fazer o acompanhamento das empresas e dar suporte aos investidores pós-oferta, sendo a referida proibição praticamente impeditiva à existência de bons líderes neste mercado.

Afirmou compreender as preocupações com eventuais conflitos de interesse, mas acredita que os requisitos e limites já existentes aos investidores líderes, bem como as características deste mercado, mitigam esses eventuais conflitos, que restam balanceados pelo considerável ganho em profissionalização e expansão da utilização dessa figura.

Alternativamente, caso a CVM entenda incabível a sugestão feita acima, Basement sugeriu que fosse ao menos permitido ao investidor líder ser remunerado pela sociedade emissora e/ou pela plataforma, o que, pela interpretação literal do art. 37, I, também é vedado. Afirmou que tal restrição não se alinha ao papel previsto na norma para o investidor líder, que inclui a atuação junto à sociedade empresária de pequeno porte após o encerramento da oferta, “aplicando seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamento visando aumentar as chances de sucesso da sociedade”.

De outro modo, defendeu que tal vedação também dificulta que as plataformas possam atuar de forma coordenada com os investidores líderes para fins de originar e selecionar boas empresas, analisar e validar seus negócios e estruturar os termos de suas ofertas. Para contornar isso, sugeriu que a vedação genérica a receber qualquer outra remuneração seja substituída pela vedação a receber qualquer outra remuneração dos investidores, liberando o investidor líder para ser remunerado pela emissora e/ou pela plataforma pela sua participação nos seus negócios.

Cluster 21, Tozzini Freire e ABFintechs também se manifestaram favoravelmente à inclusão de previsão de remuneração ao líder em adição à taxa de desempenho, o que permitiria modelos de negócios mais robustos, sustentáveis e focados no desenvolvimento quantitativo e qualitativo do setor.

Adicionalmente, GT de Impacto sugeriu alterações nas Seções 4 e 8 do Anexo 8, para, além



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de refletir a possibilidade de cobrança de remuneração pelos investidores líderes, prever a necessidade de divulgação da remuneração individual e outras informações relativas a certos atores como estruturadores, consultores e parceiros de qualquer natureza que venham a contribuir para a estruturação ou publicidade da oferta.

O investidor líder é a pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência de investimento que participa ativamente da organização da rodada de investimento, tendo como função precípua reduzir a assimetria informacional existente no contexto de uma oferta pública (apresentação de sua tese de investimento) e selecionar boas oportunidades de negócio que serão compartilhadas com demais investidores da plataforma.

Assim, sua remuneração se justifica pela seleção de emissores com alto potencial de retorno e pela possibilidade que ele abre para que outros investidores acompanhem o seu investimento, funcionando como um mecanismo de alinhamento de interesses. Tendo isso em vista, a CVM tornou facultativas, ao editar a Instrução CVM 588, as funções previstas no § 3º do art. 35.

A manutenção da possibilidade de pagamento, pelos investidores, de taxa de performance está, portanto, inteiramente alinhada ao conceito original da edição da Instrução CVM 588 e delimita o contorno da atuação do investidor líder, afastando possíveis confusões com outros **players** tradicionais do mercado de capitais já regulados pela CVM, conforme explicado no Relatório de Audiência Pública SDM 06/16⁸.

Feitas essas considerações, vale pontuar que não foi objetivo da CVM vedar que o investidor líder pudesse receber parte da remuneração da plataforma ou mesmo que ele fosse remunerado de alguma forma pela sociedade empresária de pequeno porte.

Ainda que tal atuação possa gerar um conflito de interesses, entende-se que tal conflito fica bastante mitigado pela necessidade de o líder coinvestir um percentual do valor total da oferta e pelo fato de que o seu histórico de investimentos pretéritos deve ficar disponível para que os

⁸ Item 7.5.3 do Relatório de Audiência Pública SDM nº 06/16.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

investidores possam julgar a qualidade das sociedades empresárias de pequeno porte que ele vem patrocinando.

Ademais, o conflito de interesses em tela pode ser equiparado com o da própria plataforma, que é remunerada pela emissora para promover a sua captação pública, sendo que algumas plataformas, como estratégia de posicionamento, também coinvestem em todas as ofertas que realizam.

Assim, foi feito pequeno ajuste na redação do inciso I do art. 37 (atual art. 48) para delimitar que a vedação no tocante a outras de formas de remuneração tem como abrangência aquelas por ventura provenientes dos investidores e foi incluído um item na seção 4 para que seja informado se há outras formas de remuneração (atual item 4 da alínea “h” do Anexo E).

3.17 Previsão contratual consistente com a necessidade de recursos para funcionamento do sindicato

Em relação à redação do art. 34 da Instrução CVM 588, que prevê que a plataforma que permitir a participação de sindicato de investimento deve verificar a existência de previsão contratual consistente com a necessidade de recursos para o custeio das atividades relacionadas ao funcionamento do sindicato, Veirano comentou que muito embora as plataformas também tenham atribuições de “gatekeeper”, não seria “prudente confundir atribuições da plataforma com atribuições aplicáveis à parte investidora, sendo que o dever de diligência aplicável aos sindicatos, bem como os custos a eles atrelados, deveriam ser atribuídos ao investidor líder, vez que é de seu interesse que o sindicato que este integra possua recursos condizentes com o aporte que se pretende realizar”.

Neste sentido, sugeriu que o art. 34, bem como seu parágrafo único, sejam excluídos ou, alternativamente, que referido dever de diligência seja atribuído ao investidor líder, como forma de reduzir os custos e operacional de observância da regulamentação impostos à plataforma.

A CVM entende que a função exercida pela plataforma ainda é relevante no contexto atual de desenvolvimento do mercado de **crowdfunding** e não considerou oportuna a alteração sugerida.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A fim de deixar a redação do dispositivo mais clara e genérica, o art. 34 e parágrafo único foram reunidos em um único dispositivo, dividido em dois incisos, nos termos do atual art. 45.

3.18 Outros assuntos relacionados à Instrução CVM 588

UpAngel sugeriu a análise das seguintes questões: (i) “possibilidade de utilizar uma câmara de arbitragem para resolver o processo de conversibilidade no prazo estipulado do investimento ou em situações que precisam ser utilizadas e tentar fazer com que os custos fiquem acessíveis por esse modelo” e (ii) "auxiliar no processo de diretrizes de transformação em S/A fechada para que seja possível conversar de forma escalável com contadores e advogados no vencimento de um valor mobiliário”.

As sugestões não foram detalhadas e, além disso, não foram objeto da audiência pública. Portanto, não foram acatadas.

4 Alteração promovida pela Lei nº 14.195, de 2021

Após a edição da Lei nº 14.195, em 26 de agosto de 2021, Basement protocolou manifestação complementar a fim de enviar sugestão relacionada à alteração promovida pela referida lei no art. 100, § 3º, da Lei nº 6.404, de 1976, que passou a prever que “[n]as companhias fechadas, os livros referidos nos incisos I, II, III, IV e V do **caput** deste artigo poderão ser substituídos por registros mecanizados ou eletrônicos, nos termos do regulamento”.

Os livros a que o dispositivo faz referência são os seguintes: livro de Registro de Ações Nominativas (inciso I), livro de Transferência de Ações Nominativas (inciso II), livro de "Registro de Partes Beneficiárias Nominativas" e o de "Transferência de Partes Beneficiárias Nominativas" (inciso III), livro de Atas das Assembleias Gerais (inciso IV) e livro de Presença dos Acionistas (inciso V).

Afirmou que tem acompanhado o surgimento, no mercado, de soluções tecnológicas que prestam o serviço de registro ou escrituração eletrônica dos livros societários para as companhias de capital fechado, além dele próprio, que também estaria apto a oferecer esse serviço.

Defendeu que “contanto que todos os livros societários eletrônicos de uma mesma sociedade tenham sua escrituração ou registro centralizado sob um mesmo prestador de serviço, e sob uma mesma base de dados; e contanto que haja uma interface entre esse prestador de serviços



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ou base de dados e as juntas comerciais, o Basement acredita que esse serviço de registro dos livros eletrônicos pode fornecer a mesma segurança jurídica quanto à titularidade dos ativos registrados, além de ônus e gravames, que pode oferecer o serviço de escrituração de valores mobiliários”.

Assim, propôs que seja considerado na reforma da Instrução CVM 588, como alternativa à obrigação de contratação de um escriturador de valores mobiliários, permitir que sociedades anônimas de capital fechado que pretendam distribuir ativos via **crowdfunding** pudessem contratar um serviço de registro ou escrituração de seus livros societários eletrônicos, “contanto que esse serviço seja prestado de uma forma tal que todos os registros eletrônicos sejam centralizados sob o mesmo banco de dados, e contanto que haja uma interface tecnológica ou humana entre esse prestador de serviço e a junta comercial do estado-sede da emissora”.

Conforme detalhado na seção que trata da escrituração (item 2.3.1 deste Relatório), a CVM optou por flexibilizar o regime inicialmente previsto na Minuta, de modo que a contratação de um escriturador passa a ser obrigatória apenas no caso de sociedades empresárias de pequeno porte que tenham feito ou optem por realizar ofertas públicas de seus valores mobiliários em mais de uma plataforma. Nesse caso, tais sociedades devem – independentemente do consentimento para que uma ou mais plataformas atuem como intermediadoras de transações subsequentes – contratar escriturador registrado na CVM nos termos da Resolução CVM 30.

Nos demais casos, será facultada a contratação da plataforma que tenha atuado na distribuição da oferta pública para prestar os serviços de controle de titularidade e de controle de participação societária, isentando o emissor da necessidade de contratação de escriturador registrado.

Não obstante, vale destacar que as soluções tecnológicas mencionadas por Basement em seu comentário parecem se alinhar o escopo dos serviços de controle de titularidade e participação societária previstos na Resolução, desde que compatibilizados com os requisitos previstos na norma.

Em relação à possibilidade de prestação desse serviço por terceiros, a CVM entende que não caberia, pelo menos nesse primeiro momento, permitir que outras plataformas que não aquela que distribuiu a oferta possam fazer tais controles, tendo optado por dar esse primeiro passo de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

forma cautelosa, especialmente considerando que há muitas inovações sendo introduzidas na Resolução.

Nesses termos, a sugestão não foi integralmente acatada.

5 Versão definitiva de Resolução

A proposta definitiva de Resolução acompanha o presente relatório e pode ser consultada na página desta audiência pública.

Rio de Janeiro, 27 de abril de 2022.

(Assinado eletronicamente por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

(Assinado eletronicamente por)

JULIANA MORAES DE SOUZA

Assistente Técnica SDM