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 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877

Objeto: Minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores ("**investment-based crowdfunding**").

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública nº 06/16, que recebeu comentários do público entre os dias 8 de agosto e 6 de dezembro de 2016.

A audiência teve como objeto a minuta de instrução ("Minuta") que propôs regulamentar os casos em que uma ideia, projeto ou negócio é apresentado por meio de um portal na internet como uma *oportunidade de investimento* que gere direito de participação, de parceria ou de remuneração.

Tal atividade atrai a competência da CVM, conforme o disposto no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976[1]. Globalmente, este tipo de oferta é conhecido pela expressão "**investment-based crowdfunding**", quando envolve a distribuição de valores mobiliários em geral, ou como "**equity crowdfunding**", quando a contrapartida oferecida corresponde a títulos de participação apenas. Estes termos, assim como a expressão "**crowdfunding** de investimento" serão usados indistintamente neste relatório.

Em função de sugestões recebidas ao longo da audiência pública, o termo "empreendedor de pequeno porte" e sua definição, para fins da aplicação da nova norma, foram modificados, sendo que ao longo deste relatório será utilizada a expressão "sociedade empresarial de pequeno porte" nos comentários às sugestões recebidas, conforme definição constante do art. 2º da proposta definitiva de

[1] Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
.....
IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

instrução em anexo. O termo "emissor" encontrado ao longo do texto também corresponde à sociedade empresária de pequeno porte.

Como as manifestações recebidas na audiência pública estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores[2], todos os comentários e sugestões tempestivamente apresentadas 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 instrução.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma[3]:

Conteúdo do Relatório

1. Participantes da audiência pública 8
2. Critérios de elegibilidade – Emissores (art. 2º) 8
   2.1. Especificação da natureza jurídica do emissor (art. 2º, III) 9
   2.2. Valor máximo da receita bruta anual (art. 2º, III) 11
   2.3. Receita bruta consolidada do conjunto de entidades do qual faz parte o emissor (art. 2º, § 2º) 13
      2.3.1. Grupo Econômico 13
      2.3.2. Ofertas imobiliárias via plataforma 16
   2.4. Sucessão de emissor extinto para fins de apuração dos limites de receita bruta (Art. 2º, § 3º) 21
   2.5. Elegibilidade de ofertante não emissor (art. 2º) 22
3. Limites, vedações e procedimentos usados na condução da oferta (arts. 3º e 4º) 23
   3.1. Valor máximo da oferta (art. 3º, I) 23
   3.2. Prazo da oferta (art. 3º, I) 24
   3.3. Manifestação da intenção de investimento não vinculante (art. 3º, III) 26

[2] Vide http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html

[3] A numeração dos artigos corresponde à encontrada na Minuta submetida à audiência pública e não necessariamente à da versão definitiva da instrução.

3.4. Destinação dos recursos captados (art. 3º, V) 31
3.5. Verificação das condições do inciso V por parte da plataforma (art. 3º, § 1º) 34
3.6. Volume de captação – distribuição parcial (art. 3º, §§ 2º e 3º) 35
3.7. Intervalo entre ofertas de um mesmo emissor (art. 3º, §5º) 39
3.8. Emissor inadimplente em relação à prestação de informações contínuas (art. 3º, § 6º) 41
3.9. Requisito de integralização do capital social e vedação à oferta de quotas da sociedade (art. 3º, § 7°, I e II) 42
3.10. Limite de investimento por investidor (art. 4º) 45
3.10.1. Limite de investimento anual de R$ 10.000,00 (dez mil reais) (art. 4º, caput) 45
3.10.2. Limite percentual do patrimônio líquido de investimento ou da renda bruta (art. 4º, III) 47
3.10.3. Definição de patrimônio líquido de investimento para fins do art. 4º, inciso III (art. 2º, IV) 48
3.10.4. Exigência de documentação comprobatória para permissão de aplicações acima do limite anual de R$ 10.000,00 (art. 4º, § único, II) 49
3.11. Procedimentos da oferta (art. 5º a 7º) 52
3.11.1. Oferta realizada por uma única plataforma (art. 5º, caput) 53
3.11.2. Depósito em conta corrente bloqueada mantida em instituição financeira (art. 5º, § 1º) 54
3.11.3. Prazo para realização do depósito (art. 5º, IV) 56
3.11.4. Declaração do sucesso da oferta e abertura do lote adicional (art. 5º, III e IV) 58
3.11.5. Suspensão ou cancelamento de oferta em curso (arts. 6º, 7º, e 19, V) 58
4. Informações essenciais, divulgação e material publicitário sobre a oferta pública (arts. 8º, 9º, 18, 28, I a IV, e Anexo 8) 61
4.1. Acesso irrestrito às informações da oferta para o público em geral 61
4.2. Materiais da oferta (Anexo 8) 67
4.2.1. Considerações gerais 67
4.2.2. Informações sobre a sociedade empresária de pequeno porte (Anexo 8, seção 1) 70
4.2.3. Informações sobre o plano de negócios (Anexo 8, seção 2) 71

4.2.4. Condições em que se dará a conversão e o método de avaliação da sociedade empresária de pequeno porte (Anexo 8, seção 3, alínea "c") 72
4.2.5. Cópia da escritura ou contrato (Anexo 8, seção 3, alínea "g") 73
4.2.6. Prestação de informações contínuas após a oferta (Anexo 8, seção 5) 74
4.2.7. Alertas (Anexo 8, seção 6). 75
4.2.8. Informações sobre a tributação aplicável (Anexo 8, seção 10) 77
4.2.9. Advertências (Anexo 8, seção 11) 77
4.3. Guarda da documentação da oferta por prazo de cinco anos (art. 9º e art. 38) 77
4.4. Realização da oferta exclusivamente no ambiente eletrônico da plataforma – vedação à promoção da oferta (arts. 11 e 28, I a III) 79
4.5. Material publicitário (art. 28, IV) 87
5. Requisitos para o registro e autorização para o funcionamento das plataformas 90
5.1. Questionamentos sobre o enquadramento das atividades das plataformas eletrônicas no sistema de distribuição de valores mobiliários 91
5.2. Requisito de patrimônio líquido mínimo (art. 13, § 1º, I) 92
5.3. Organização administrativa e recursos humanos (art. 13, § 1º, II) 96
5.4. Requisito de residência no Brasil para administradores e sócios (art. 13, §2º, I) 97
5.5. Requisito de reputação ilibada (art 13, § 2º, II) 98
5.6. Código de Conduta - Combate e prevenção à lavagem de dinheiro (art. 13, § 1º, V) 98
5.7. Código de conduta – publicidade sobre conflitos de interesse e aderência à regulamentação aplicável (art. 13, § 1º, V) 99
5.8. Entidades não personalizadas como administradores de plataformas (art. 13) 99
5.9. Funcionamento da plataforma durante o prazo de análise do pedido de registro (art. 15) 100
5.10. Procedimentos para ofertas em curso em caso de plataforma que teve sua autorização cancelada (art. 17) 101
6. Conduta da plataforma eletrônica (art. 19 a 31) 102
6.1. Responsabilidade pela veracidade das informações prestadas (art. 19, I, b) 102
6.2. Direito de alienação conjunta (art. 19, I, e) 107
6.3. Ajuste relativo à possibilidade de contrato de participação nos termos da Lei Complementar 155/2016 (art. 19, I, e – atual alínea g) 108

6.4. Papel da plataforma quanto à asseguração de que o investidor receba do emissor o valor mobiliário subscrito (art. 19, I, i) 108
6.5. Custódia dos ativos 108
6.6. Termo de ciência de risco (Art. 19, IV) 110
6.6.1. Obtenção da assinatura do investidor 110
6.6.2. Termo de ciência de risco relativo à participação em sociedades limitadas (art. 19, IV, b) 111
6.7. Fórum eletrônico de discussão (art. 19, VI) 111
6.8. Avaliação do perfil de investimento dos investidores (art. 19) 112
6.9. Restrição à alteração no plano de negócios (art. 20, II, b) 114
6.10. Obrigação de divulgação de informações contínuas do emissor após a oferta (arts. 20 a 24) 115
6.11. Material didático (art. 25) 119
6.12. Vedações (art. 28, V a XVI) 120
6.12.1. Recomendações personalizadas aos investidores (art. 28, VII) 121
6.12.2. Receber depósitos dos montantes disponibilizados pelos investidores em conta corrente ou realizar qualquer atividade privativa de instituição financeira (art. 28, VIII – atual VII) 122
6.12.3. Realizar atividades privativas de entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários e atividades de intermediação secundária de valores mobiliários (art. 28, IX e X) 123
6.12.4. Taxa de desempenho (art. 28, XV) 125
6.12.5. Vedação a ser sócio ou exercer qualquer cargo em órgão deliberativo do empreendedor anteriormente à oferta, exceto na hipótese de oferta subsequente (art. 28, XVI - atual XVII) 127
6.13. Comunicação com investidores (arts. 29 a 31) 128
6.13.1. Remoção de comentários no fórum de discussão (art. 29) 129
6.13.2. Identificação de autores de comentários no fórum de discussão da oferta quando ligados à plataforma, sindicato ou emissor (art. 30) 130
6.13.3. Teor das mensagens enviadas (art. 31,III) 130
7. Sindicatos de investimento participativo 130

7.1. Responsabilidade das plataformas pela veracidade das informações prestadas pelo investidor líder (art. 19, I, "f") 130
7.2. Aspectos gerais dos sindicatos de investimento participativo 132
7.2.1. Terminologia adotada 132
7.2.2. Proibição da figura dos sindicatos de investimento participativo 132
7.2.3. Críticas em relação ao modelo proposto 135
7.2.4. Cooferta de sindicato nas ofertas do emissor de pequeno porte (arts. 32 e 33, *caput*) 138
7.3. Equiparação entre sindicatos e Fundo de Investimento em Participações – Capital Semente (art. 2º, III) 139
7.4. Estruturação dos sindicatos de investimento participativo 144
7.4.1. Natureza jurídica dos sindicatos (art. 32, §§ 1º e 3º) 144
7.4.2. Restrição à participação em um único empreendedor de pequeno porte (art. 32, § 2º) 147
7.4.3. Vedação de oferta de títulos de participação da SPE (art. 33, § único) 148
7.4.4. Deliberações do sindicato de investimento tomadas pelos investidores (art. 32, § 5º) 149
7.4.5. Vedação à assunção de obrigações pelo sindicato 150
7.5. Investidor líder 151
7.5.1. Escopo de atuação do investidor líder (art. 35) 151
7.5.2. Permissão de líder como pessoa jurídica (art. 2º, VII c/c art. 35) 153
7.5.3. Equiparação do investidor líder com participantes do mercado registrados 154
7.5.4. Requisitos para o investidor líder (art. 36) 155
7.5.5. Sucessão de investidor líder inapto ao exercício do cargo 159
7.5.6. Obrigações do investidor líder e perante o sindicato e demais investidores (art. 37, § 1º e art. 19, I, "g") 160
7.5.7. Vedações ao investidor líder contidas no contrato com a plataforma (art. 37, § 2º) 161
7.6. Informações sobre o sindicato de investimento participativo (Anexo 8 e Anexo 27-I) 164
8. Disposições Finais (arts. 41 a 50) 165

8.1. Revogação das dispensas do art. 5º da Instrução CVM nº 400, de 2003, e art. 7º da Instrução CVM nº 480, de 2009 165
8.2. Infração grave (art. 47) 170
8.3. Vigência e prazo de adaptação (arts. 49 e 50) 170
9. Outros comentários à Minuta 172
9.1. Ofertas no exterior 172
10. Proposta definitiva de instrução 173

1.Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital – ABVCAP; (ii) Albino Advogados Associados ("Albino Advogados"); (iii) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA; (iv) Anjos do Brasil; (v) Associação Brasileira de Equity Crowdfunding ("Equity"); (vi) Baptista Luz Advogados ("Baptista Luz"); (vii) Benzecry e Pitta Advocacia Especializada ("Benzecry e Pitta"); (viii) BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros ("BM&FBOVESPA"); (ix) Broota Brasil e Pinheiro Neto Advogados ("Broota e Pinheiro Neto"); (x) BRS Asset; (xi) Carlos G Mattos Jr.; (xii) CFA Society Brasil ("CFA"); (xiii) Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – Seccional do Rio de Janeiro ("CMCAP"); (xiv) Crowdfund Capital Advisors LLC ("CCA"); (xv) EqSeed; (xvi) Fialho Salles Advogados ("Fialho Salles"); (xvii) Godke Silva & Rocha Sociedade de Advogados ("Godke Silva"); (xviii) Instituto Brasileiro de Relações com Investidores ("IBRI"); (xix) João Emmanuel Cordeiro Lima e Gabriel Carlos dos Reis Costa Dias ("João Lima e Gabriel Dias"); (xx) José Henrique Ferreira Melman ("José Melman"); (xxi) Julio Viana; (xxii) Leandro Netto Advogados ("Leandro Netto"); (xxiii) Lima e Falcão Advogados ("Lima e Falcão"); (xiv) Luís Augusto Damasceno Melo ("Luís Mello"); (xxv) Luiz Francisco Rogé Ferreira ("Luiz Ferreira"); (xxvi) Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados ("Machado Meyer"); (xxvii) Marco Poli; (xxviii) Maria Léa-Vincent; (xxix) Mauro Matos; (xxx) Motta, Fernandes Rocha – Advogados ("Motta Fernandes"); (xxxi) Sá & Alves Sociedade de Advogados ("S & A Advogados"); (xxxii) SITAWI Finanças do Bem e Souza, Cescon, Barrieu & Flesch Advogados ("Sitawi e Souza Cescon"); (xxxiii) Stocche, Forbes, Padis, Filizzola, Clápis, Passaro, Meyer e Refinetti Advogados ("Stocche Forbes"); (xxxiv) Tozzini Freire Advogados; (xxxv) Vaz, Barreto, Shingaki e Oioli Advogados ("VBSO"); (xxxvi) Veirano Advogados; (xxxvii) Velloza & Girotto Advogados Associados ("Velloza & Girotto"); e (xxxviii) Vieira, Drigo e Vasconcellos Advogados ("Vieira Drigo").

2.Critérios de elegibilidade – Emissores (art. 2º)

Esta seção discute as condições requeridas de uma sociedade empresária de pequeno porte para se admitir a realização de uma captação pública dispensada de registro na CVM por meio do **crowdfunding** de investimento. Na minuta, propôs-se um limite de receita bruta anual de R$ 10 milhões

como critério de elegibilidade, levando-se em conta, ainda, o grupo econômico no qual eventualmente o emissor esteja incluído.

2.1. Especificação da natureza jurídica do emissor (art. 2º, III)

Albino Advogados questiona se a intenção da conceituação genérica de empreendedor de pequeno porte empregada na Minuta ("sociedades regularmente constituídas") seria para abranger também as sociedades não empresárias. Indaga também se as sociedades em conta de participação – SCP seriam elegíveis como empreendedores de pequeno porte. Pondera, adicionalmente, que a CVM avalie a conveniência da inclusão da empresa individual de responsabilidade limitada – EIRELI como eventual empreendedor de pequeno porte.

O escritório sugere que na redação do inciso III seja acrescentado o termo "empresárias" às sociedades permitidas, a fim de manter um nível maior de governança no âmbito do empreendedor de pequeno porte. Por fim, questiona também a viabilidade da utilização das ofertas em tela por sociedades pré-operacionais em fase de constituição.

CMCAP observa que o empreendedor de pequeno porte foi caracterizado na Minuta como "sociedade", em vez de "pessoa jurídica". Em consequência, ofertas por parte de EIRELI, ou de outras pessoas jurídicas, as quais poderiam legitimamente se beneficiar da utilização de plataformas, ficariam impedidas. O participante sugere, para que se evite um possível tratamento diferenciado, que os conceitos sejam harmonizados como "pessoa jurídica".

SITAWI e Souza Cescon também propõem que inciso III seja alterado de modo a abarcar qualquer pessoa jurídica e não somente as sociedades. A proposta visa incluir pessoas jurídicas de direito privado (associações e fundações) sem fins lucrativos no rol dos emissores elegíveis, de modo que o mecanismo do **investment-based crowdfunding** possa ser usado para a colocação de contratos de investimento coletivos representativos de dívida, emitidos para o financiamento das atividades destas organizações.

Os participantes enfatizam que associações também são entidades econômicas sujeitas a necessidades de financiamento, por exemplo, para obtenção capital de giro, e que os negócios constituídos com a missão expressa de gerar impacto social e ambiental positivo no lugar do lucro podem ser entendidos como um subgrupo dos empreendimentos de pequeno porte. O número de empregos

gerados é citado como exemplo da grande relevância do setor da economia representado pelas fundações privadas e associações sem fins lucrativos.

Tozzini Freire propõe que o termo "empreendedor de pequeno porte" seja substituído por "sociedade empreendedora" evitando-se que na estrutura normativa brasileira existam duas definições distintas para o conceito de "pequeno porte", já definido na Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

Veirano Advogados observa que a expressão "regularmente constituída no Brasil" deveria ser acrescida dos dizeres "com seus atos constitutivos registrados no registro público competente" de modo a se evitar dúvidas frequentemente suscitadas em outros ramos do direito comercial. Adicionalmente, tal redação adéqua-se melhor àquela usada em relação à regularidade da constituição dos sindicatos de investimento participativo (art. 32, § 3º).

Os participantes João Lima e Gabriel Dias recomendam que os produtores rurais, na forma da lei, sejam incluídos no rol dos emissores elegíveis.

A definição proposta para conceituação dos empreendedores de pequeno porte levantou muitas dúvidas sobre os tipos de emissores que poderiam ofertar publicamente no âmbito do **crowdfunding**.

Considerando as diversas sugestões encaminhadas, a CVM entendeu que eles devem se constituir como sociedades empresárias registradas no registro público competente. Isto porque as sociedades empresárias guardam um grau de governança mais adequado para esse primeiro estágio de regulamentação, no qual os investidores não possuem experiência em relação a este novo mercado.

A exigência de registro nas juntas comerciais tem a finalidade de excluir tipos societários de natureza contratual, notadamente a sociedade em conta de participação ("SCP"). Esse tipo societário oferece riscos demasiadamente altos para os investidores como, por exemplo, uma separação patrimonial clara entre o patrimônio da sociedade e dos sócios e a falta de formalização da sociedade, o que aumenta muito a chance de fraudes. A Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários – OICV/IOSCO, conforme mencionado no edital, considera a fraude como um dos maiores riscos associados ao **crowdfunding**.

A sugestão de SITAWI e Souza Cescon de que fosse aceita "qualquer pessoa jurídica, não somente as sociedades", como forma de permitir que associações e fundações sem fins lucrativos possam emitir contratos de investimento coletivo de dívida, tornaria o espectro de possíveis emissores amplo demais e não se mostra conveniente para o atual estágio de desenvolvimento do mercado de **crowdfunding**. Vale lembrar que tais iniciativas usualmente são atendidas por outros tipos de **crowdfunding**, como o de doações e recompensas.

Conforme exposto ao longo deste relatório, a CVM optou por adotar uma posição mais cautelosa em relação a alguns critérios para a inauguração do **crowdfunding** de investimento – que poderão ser revistos nos próximos anos com o amadurecimento deste mercado.

A mesma explicação é válida para o caso das EIRELI e dos produtores rurais, os quais não serão incorporados nesta primeira versão da norma em função dos maiores riscos e maior complexidade para os investidores – sem excluir a possibilidade de revisão posteriormente.

2.2. Valor máximo da receita bruta anual (art. 2º, III)

Em sua manifestação, IBRI sugere que os critérios de pequenas e médias empresas listados no art. 16 da Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014, que trata da isenção de imposto de renda sobre a alienação em bolsa de valores de ações destas empresas, possam ser utilizados na conceituação de empresa de pequeno porte para fins de **crowdfunding**, usando valores que representem 10% dos contidos naquela lei, ou seja, valor de mercado e receita bruta inferiores a 70 milhões e 50 milhões de reais respectivamente. IBRI entende que a proteção ao investidor seria garantida dessa forma.

Veirano Advogados sugere a majoração da receita bruta anual máxima de um empreendedor de pequeno porte para o valor de R$ 16 milhões. No entender do escritório, essa alteração mantém a consistência na definição de **start-ups** com a utilizada na Instrução CVM nº 578, de 2016, que substituiu o antigo Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes pelo FIP - Capital Semente, e definiu que o objeto de investimento desse tipo de FIP como sendo aquelas companhias ou sociedades limitadas com receita brutal anual de até R$ 16 milhões.

Na visão do Veirano Advogados, a alteração proposta, "*não só permitiria aos FIP Capital Semente participarem de rodadas de investimento de **crowdfunding**, como evitaria uma competição*

*pouco saudável entre os mercados de **seed/venture capital** e de **crowdfunding**. O empreendedor, ao invés de ter que comparar os benefícios e custos de cada uma das duas opções de financiamento, verá uma complementariedade entre o **crowdfunding** e o **venture capital***".

Tozzini e Freire sugere que o valor seja atualizado anualmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, calculado e divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, objetivando evitar a desatualização dos valores fixados em norma pela CVM. O escritório sugere que todos os demais valores apresentados na Minuta incluam previsão de atualização monetária. Tal sugestão também foi encaminhada por Marco Poli e Leandro Netto.

A CVM entende que o valor proposto é adequado para esse primeiro momento de consolidação do **crowdfunding** de investimento no Brasil. A proposta apresentada na Minuta vai além da mera atualização monetária do valor de R$ 3,6 milhões, estabelecido pela Lei Complementar nº 139, de 10 de novembro de 2011, que modificou a Lei Complementar nº 123, de 2006, que resultaria num montante atualizado de R$ 5,02 milhões (correção pelo IPCA-E desde dezembro de 2011 até julho de 2016, data do edital de audiência pública SDM nº 06/16). A Minuta apresentou, inclusive, um limite de receita bruta anual equivalente ao dobro deste valor.

A CVM considera, ainda, que eventual competição pelos melhores emissores entre os fundos de capital semente e o **crowdfunding** de investimento ocorrerá independentemente de uma equiparação no valor de receita bruta. Nesse sentido, a equiparação apenas iria acentuar tal competição pela total sobreposição das possibilidades de financiamento dos emissores, inclusive para os emissores que se encontram na faixa de R$ 10 milhões e R$ 16 milhões.

Ademais, as formas de financiamento podem ser complementares, sendo comum que uma sociedade empresária de pequeno porte angarie recursos de um fundo de investimento por meio de uma oferta privada e, posteriormente, complemente o valor necessário por meio de uma oferta pública conduzida em uma plataforma eletrônica de investimento participativo.

Em relação ao comentário do IBRI, é certo que emissores maiores e mais estruturados têm condições mais favoráveis de mercado para obter financiamentos bancários e buscar mecanismos

tradicionais de financiamento por meio do mercado de capitais.

Dessa forma, permitir que os emissores objeto da Lei nº 13.043, de 2014, que teve como foco facilitar a abertura de capital em mercado de bolsa de emissores de médio porte, tenham acesso ao mecanismo de dispensas instaurado pela norma seria uma competição desigual e não desejada com as sociedades empresárias de pequeno porte que, muitas vezes, estão buscando valores de financiamento muito baixos, condizentes ainda com a fase de testes de produtos.

Por fim, a CVM não tem a tradição de estabelecer mecanismos de atualização monetária em suas instruções e prefere avaliar primeiro como será o desenvolvimento desse mercado para então proceder a atualizações no patamar de faturamento dos emissores.

2.3. Receita bruta consolidada do conjunto de entidades do qual faz parte o emissor (art. 2º, § 2º)

2.3.1. Grupo Econômico

Albino Advogados sugere a exclusão da limitação ao valor máximo da receita bruta consolidada anual do conjunto de entidades da qual faz parte o empreendedor de pequeno porte ou, alternativamente, a exclusão da qualidade de "coligado" da redação do § 2º, por vislumbrar que tal limitação inviabiliza que potenciais sócios institucionais fomentem empresas nas fases iniciais e pré-operacionais, ou seja, anteriores à captação via **crowdfunding**. Caso a empresa inclua a participação deste tipo de sócio, suas captações futuras por meio do **crowdfunding** de investimento ficariam impedidas pelos termos da Minuta.

Baptista Luz sugere que no referido artigo seja acrescido inciso com definição do termo "*coligado*" para os fins da instrução, com o objetivo de que não haja sobreposição com o conceito de sociedade coligada previsto no Código Civil.

Veirano Advogados expressa a mesma preocupação, tendo sugerido um parágrafo adicional conceituando o termo.

Nas palavras do Veirano Advogados: "*Entre esses diferentes conceitos de coligação, o que mais nos preocupa é o último: a coligação por simples participação. Este § 2º, nos termos em que está redigido, poderia precluir um empreendedor de pequeno porte a recorrer ao crowdfunding simplesmente pelo fato de em seu capital participar sociedade com receita bruta anual superior a R$ 10.000.000,00 – ainda que tal participação seja absolutamente ínfima ou irrelevante, como uma participação de uma ação ou quota –, porquanto restaria configurada a sua coligação por simples participação*".

Usando como base o art. 243 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e levando em consideração o conceito de influência significativa, Batista Luz propõe a seguinte redação para o inciso adicional:

"*VIII – coligado: empreendedor de pequeno porte de cujo capital social outra pessoa jurídica ou fundo de investimento participa com 20% (vinte por cento) ou mais, desde que tal pessoa jurídica ou fundo de investimento detenha ou exerça o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional de tal empreendedor de pequeno porte, com direitos especiais de voto, de veto ou de eleição dos membros da administração.*"

Além disso, Baptista Luz sugere que no final do § 2º sejam acrescidos os dizeres "*no exercício social encerrado em ano anterior à oferta"* para melhor delimitar o período temporal a que se faz referência.

Veirano Advogados propõe, alternativamente, a adição de um parágrafo com os seguintes dizeres de modo a reduzir a insegurança jurídica: *"§ 7º Para fins da aplicação do § 2º, é coligada a sociedade na qual pessoa física ou jurídica tenha influência significativa, assim entendida como o poder de participar das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la, presumido quando o(a) investidor(a) for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la*".

Em harmonia com a sugestão apresentada no item 2.2, Veirano Advogados propõe que o valor da receita consolidada seja aumentado para R$ 16 milhões e, adicionalmente, a exclusão da expressão "*submetido a controle comum*". CMCAP também observa que a expressão não se faz necessária em vista da redação do art. 243, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976 (a qual já prevê o controle comum).

CMCAP alerta sobre dificuldades a serem enfrentadas para a caracterização da relação de coligação para fins de avaliação da elegibilidade de um determinado emissor, especialmente em situações em que mecanismos sem natureza de relação societária determinem o requisito de "influência significativa" de que trata o art. 243, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, que substituiu o antigo critério de participação em mais de 10% do capital, porém sem exercício do controle.

CMCAP questiona qual seria o critério de influência relevante a ser aplicado às empresas iniciantes e de base tecnológica, por exemplo. Outras situações de difícil interpretação mencionadas são: "*(i) detenção minoritária por parte de um indivíduo com patrimônio superior a R$ 10 milhões, ou que seja controlador ou administrador principal de empresas cuja receita bruta anual supere esse montante; (ii) um indivíduo detentor de grande quantidade de valores mobiliários de pequeno emissor, com relação a uma segunda oportunidade de captação pública ou com participação no conselho de administração do emissor; (iii) o credor de uma dívida do emissor de pequeno porte, relevante seja pelo montante envolvido, seja pela previsão contratual de cláusulas restritivas de deliberações ou contração de novos encargos*".

CMCAP entende que, para caracterizar o emissor de pequeno porte, é necessária limitação não apenas quantitativa, mas qualificativa. Neste aspecto, a consolidação da receita bruta anual poderia estar restrita apenas às relações de controle societário, afastando a influência significativa de que trata a coligação.

Equity e Godke Silva também propõem a exclusão da expressão "coligada" do parágrafo segundo. Assim como mencionado acima, uma das preocupações da associação concerne emissores que já contem com a participação de fundos de investimento previamente à oferta, sem que o fundo necessariamente exerça o controle. Equity também sugere que a pessoa física (sócio com receita líquida) seja excluída da lista constante do parágrafo em tela

Motta Fernandes enfatiza que há um movimento atual em que grandes empresas formam braços de investimento dentro de sua estrutura para investir em **start-ups**, de modo que o limite de receita bruta anual consolidada estipulado na Minuta para o "grupo econômico", ou mesmo para empresas que atuam no mercado imobiliário, pode prejudicar o desenvolvimento do **equity crowdfunding** no país ou fazer com que ele não venha a assumir um papel relevante no mercado de capitais local. Assim, propõe que a receita bruta consolidada seja revisada para um valor maior.

Os comentários relativos à vedação imposta à coligação foram considerados pertinentes e a CVM optou por retirar a menção a essa circunstância do dispositivo em tela. Assim, passa a ser possível que uma sociedade empresária de pequeno porte tenha no seu capital social, ou como detentores de valores mobiliários conversíveis, pessoas jurídicas que possuam patrimônio maior que o limite estabelecido no dispositivo, desde que elas não exerçam controle sobre a sociedade empresária de pequeno porte.

Isso se aplica, também, para as iniciativas denominadas de **corporate ventures**, mencionadas pelo Motta Fernandes, nas quais grandes empresas formam braços de investimento dentro de sua estrutura para investir em **start-ups**. Nesse sentido, a CVM entende que o patrocínio de tais investidores é um fator que deve ser levado em consideração pelo investidor no momento de sua decisão de investimento e deve ser permitido.

Não se considerou apropriada a supressão do termo controle comum, pois não basta a análise acerca da adequação ao limite apenas por parte da controladora, mas deve-se considerar também a receita consolidada de todas as sociedades que façam parte do conjunto de entidades que estejam sob controle comum daquela.

Optou-se, ainda, por acatar o comentário relativo às pessoas físicas e elas foram excluídas do dispositivo. A sugestão de Batista Luz para inserir o trecho "*no exercício social encerrado em ano anterior à oferta"* também foi acatada.

2.3.2. Ofertas imobiliárias via plataforma

Equity e o Godke Silva consideram necessária a criação de uma ressalva para as operações de captação via **crowdfunding** para o setor imobiliário, de forma que a participação de incorporadoras neste tipo de oferta não seja impedida. Para tanto, a Equity propôs o valor de R$ 50 milhões para o limite consolidado de receita bruta neste caso específico.

BRS Asset manifestou que a limitação à receita bruta anual consolidada do conjunto das entidades ao valor de R$ 10 milhões impede que grandes empresas como, por exemplo, as incorporadoras

imobiliárias participem da oferta a ser regulada pela instrução proposta. As incorporadoras terão o controle das SPE que serão as emissoras dos títulos e seu faturamento consolidado certamente excederá este limite.

O participante vê como consequência negativa que a oferta seja atrativa somente para pequenas empresas ou incorporadoras que não possuem faturamento acima do estipulado e que, supõe o participante, possuirão níveis de governança reduzidos, aumentando o risco incorrido pelos investidores. BRS Asset sugere a remoção da necessidade de consolidação da receita bruta do grupo, aplicando-se o limite estabelecido somente para cada CNPJ alvo de oferta.

Julio Viana e o escritório Lima e Falcão também criticam a restrição de receita bruta consolidada para o grupo econômico no valor de R$ 10 milhões a qual impedirá que a maior parte das construtoras brasileiras tenham acesso a ofertas públicas de **equity crowdfunding**.

Esta limitação decorre não apenas do teto imposto à receita, mas também devido ao impedimento dos empreendedores de pequeno porte possuírem sócios que sejam parte de empresa de construção com receita anual maior que os R$ 10 milhões.

Os participantes propõem a exclusão desse dispositivo da norma ou que a CVM observe com maiores detalhes o mercado imobiliário com o objetivo de criar uma exceção para esse setor devido a maiores proporções de recursos necessários para seus projetos. Como alternativa à criação de uma exceção, sugerem que não seja revogado o dispositivo do artigo 5˚ da Instrução CVM nº 400, de 2003, que permite atualmente que o **equity crowdfunding** para o setor imobiliário aconteça, mesmo que limitadamente.

Tozzini Freire também recomenda a supressão do § 2º do art. 2º por acreditar que tal limitação imposta a todo o grupo econômico do emissor "*originará uma significativa barreira à participação de SPE inovadoras, como por exemplo, aquelas detidas por empreendedores em série ou do mercado imobiliário que podem e devem utilizar as opções de financiamento participativo para se capitalizarem e levar aos investidores opções de empreendedores com histórico positivo de geração de resultados ou possibilidades de ganhos com ações de setores específicos*". Pelas mesmas razões o escritório VBSO também propõe a exclusão do dispositivo.

O art. 170 da Constituição Federal de 1988, em seu inciso IX, estabelece como princípio da ordem econômica o "*tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País*". O tratamento é meritório, como reconheceu o constituinte, pois micro e pequenas empresas são um segmento de destacada importância na geração de emprego e renda.

Tais empresas, principalmente as de menor porte, e inclusive as empresas nascentes de setores inovadores (**start-ups**), se deparam constantemente com barreiras para sua materialização e sobrevivência, incluindo a falta de acesso ao mercado financeiro e de capitais.

Tal situação decorre dos altos custos das operações financeiras, que tornam operações de pequena escala proibitivas, da impossibilidade de prestação de garantias, das distâncias geográficas envolvidas entre financiador e financiado, do risco elevado da descontinuidade das operações e, ainda, das altas taxas de juros que são observadas em nossa economia. Estes fatores desestimulam a diversificação da atuação de investidores individuais e institucionais em segmentos mais arriscados.

A Minuta, no entender da CVM, atende integralmente o comando constitucional, pois o limite de receita anual proposto, que é base do critério de elegibilidade para as dispensas automáticas de registro da emissão e do emissor, não é mais restritivo do que o limite máximo de receita bruta encontrado nas definições atribuídas às microempresas e empresas de pequeno porte na Lei Complementar n° 123, de 2006 - Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte.

Entretanto, se a CVM estendesse por demasiado esse critério, permitindo o usufruto das mesmas dispensas por empresas com receitas anuais muito superiores, ou a participação de grupos econômicos com elevadas receitas, a intenção do constituinte seria ferida, pois haveria uma competição desigual por recursos, diminuindo as chances de sucesso de legítimos empreendedores de pequeno porte.

O critério de R$ 3,6 milhões de reais, que consta Lei Complementar n° 123, de 2006, (R$ 4,8

milhões com vigência em 2018), para fins de aplicação do art. 5º, da Instrução CVM nº 400, de 2003, tem sido base das dispensas concedidas para captação de pequenos emissores pela internet. Desse modo, com o valor agregado de R$ 10 milhões para o grupo econômico, conforme a Minuta, fica ampliado o acesso das pequenas empresas a um regime regulamentado de **crowdfunding** de investimento.

Além da ampliação do leque de emissores elegíveis é relevante notar que empresas constituídas na forma de sociedades anônimas, que eram anteriormente vedadas (art. 3º, § 4º, X, Lei Complementar n° 123, de 2006), poderão buscar fundos junto ao público em geral por meio da atividade de **crowdfunding** de investimento na rede mundial de computadores.

Quanto ao pleito apresentado por diversos participantes em relação a possíveis ofertas imobiliárias por meio do mecanismo de **crowdfunding** de investimento, solicitando que, no caso deste tipo de empreendimento, o critério de receita bruta anual consolidada máxima fosse excepcionalmente ampliado para R$ 50 milhões, como pleiteado pela Equity, por exemplo, a CVM informa que tal proposta não foi considerada conveniente.

A solicitação dos participantes é apoiada em exemplos de esforços realizados para angariação de recursos via internet para construção de imóveis ocorridos principalmente nos EUA, mas a CVM observa que estes são realizados no amparo da legislação local que não encontra paralelo na legislação pátria.

Por exemplo, no caso citado pela Equity, a oferta do Hard Rock Café Hotel Palm Springs nos EUA (plataforma Realty Mogul) foi realizada por meio de **oferta privada** de acordo com a legislação norte-americana, e direcionada exclusivamente a investidores considerados **accredited**, ou seja, pessoas ou casais com patrimônio superior a USD 1 milhão excluindo o imóvel de residência, ou indivíduos cuja renda anual seja superior a USD 200 mil em cada um dos dois últimos anos, ou no caso de um casal, renda superior a USD 300 mil nas mesmas condições.

De acordo com o próprio **site** da Realty Mogul, ou de outras plataformas conhecidas como a

Real Crowd e a Prodigy Nework, por exemplo, as ofertas constantes dos **sites** são **private placements** destinadas a investidores **accredited** (Title II, JOBS Act, e Regulation 506 (c)). É possível questionar se o termo **crowdfunding** poderia de fato ser aplicado a tal tipo de oferta.

Outros **sites**, como o Fundrise Advisors, responsável por outro exemplo citado, a venda de títulos de crédito corporativos para a construção do prédio 3 do World Trade Center, realizam ofertas somente para investidores que são (i) investidores **accredited** ou, (ii) pessoas naturais que não venham a investir mais de 10% de seu patrimônio ou renda, dos dois o maior, ou ainda (iii) pessoas jurídicas que não venham a investir mais de 10% de suas receitas anuais ou ativos líquidos, dos dois o maior. Estas ofertas realizadas na internet podem ser destinadas, portanto, ao público de varejo, porém, são realizadas no amparo do Title IV do JOBS Act e da Regulation A, recentemente alterada.

Entretanto, para satisfazer os requerimentos da Regulation A, tais ofertas demandam (i) aprovação prévia dos documentos da oferta pela Securities and Exchange Commission (SEC) e (ii) apresentação de demonstrações financeiras auditadas, antes e posteriormente à oferta (em bases semestrais). Adicionalmente, conforme o disposto na seção 12(a)(2) do **Securities Act** de 1933, o emissor está sujeito à responsabilidade civil de ressarcimento de danos se os materiais da oferta ou quaisquer comunicações, inclusive orais, contiverem omissões ou afirmações falsas ou não acuradas.

Pode-se concluir, portanto, que se trata de uma oferta pública cujos requisitos são similares aos exigidos na condução de uma oferta registrada no Brasil, se fosse feita uma analogia com as leis e regulamentações nacionais.

Em contraste a estes dois tipos de ofertas (Regulation 506 (c) e Regulation A), a Minuta de instrução em tela trata de ofertas públicas de valores mobiliários dispensadas de registro, cujos emissores também serão dispensados de registro, e que são destinadas ao público de varejo. Assim, pode-se afirmar, inequivocamente, que os exemplos citados tratam de situações e circunstâncias que os diferem, em sua essência, do regime de dispensas de registro tratado nessa audiência pública.

Em relação ao mesmo tema, há que se enfatizar que a CVM evita que seus normativos venham

a favorecer um determinado segmento econômico, no caso o setor imobiliário, em detrimento dos demais.

É importante observar também que a ampliação do limite de receita anual do emissor (ou de seu grupo consolidado) para ofertas imobiliárias ensejaria uma situação indesejável de possível arbitragem regulatória entre o **crowdfunding** e a oferta pública de cotas de fundos de investimento imobiliários (FII), criados pela Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, e regulados pela Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações destes fundos.

Ao contrário dos FIP, o FII é um veículo de investimento coletivo destinado também ao público de varejo, constituído com base legal e regulamentação robusta, e que, conforme dados da B3 de março de 2017, conta com cerca de 270 mil cotistas e R$ 373 bilhões de patrimônio líquido nos 133 fundos cujas cotas são negociadas em bolsa de valores, inclusive na internet por sistemas de **home broker**.

A CVM avaliou que não seria conveniente excluir o dispositivo, uma vez que abriria a porta para utilização das dispensas previstas na Instrução por parte de emissores que pudessem se submeter e arcar com os processos de registro, mas que, por meio da criação de empresas subsidiárias, ficariam abrangidas pelos critérios que os habilitam para aproveitar da dispensa.

Vale dizer, por fim, que as alterações realizadas permitirão que uma incorporadora de porte superior seja sócia do empreendedor de pequeno porte, sem, contudo, exercer controle sobre ele.

2.4. Sucessão de emissor extinto para fins de apuração dos limites de receita bruta (Art. 2º, § 3º)

CMCAP fez observações em relação ao § 3º da Minuta, cuja redação foi considerada como não exatamente clara, além de veicular hipóteses bastante incomuns, propondo assim a exclusão do dispositivo. A entidade argumenta que "*a Minuta não foi precisa ao estabelecer uma hipótese de sucessão de vínculos obrigacionais e potencial responsabilidade solidária que foge às elencadas em lei em sentido estrito*".

Para o participante, ao trazer conceitos como extinção de sociedade (não apenas pessoa jurídica), continuidade da atividade empresarial, interveniência de sócios remanescentes, espólio de sócio falecido e mesmo a expressão firma individual (que não corresponde à melhor técnica), a precisão ficou prejudicada. *"Assim, extinto um emissor, ou mesmo se tiver sido objeto de cisão ou outra forma de alteração estrutural relevante, o regime de sucessão de obrigações é o da legislação ordinária, inclusive quanto aos valores mobiliários de sua emissão. Essas observações impactam, ainda, na redação do art. 22, III.*"

A CVM não buscou com esse dispositivo alterar o regime de sucessão de obrigações da legislação ordinária. O que se busca é, naturalmente, e apenas para fins da admissibilidade de realização da oferta pública dispensada de registro que a norma autoriza, impedir a realização de simulações por meio do fechamento de uma sociedade que realizou captações até o volume máximo permitido e abertura de outro CNPJ apenas para realização de nova captação dispensada de registro e é apenas nesse contexto que o dispositivo será aplicado pela CVM.

2.5. Ofertas primárias e elegibilidade de ofertante não emissor (art. 2º)

Albino Advogados entende que, ainda que o texto da Minuta seja claro em relação à oferta pública se restringir ao mercado primário, citando como exemplo os dizeres do art. 28, X, a restrição à oferta secundária poderia estar expressa no art. 1º da instrução, afirmando que a norma regula a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte no mercado primário.

CMCAP observa que pelo regramento atual das ofertas, conforme a Instrução CVM nº 400, de 2003, existe tratamento claro de duas situações distintas, sendo que o termo "*ofertante*", de que trata o art. 5º, § 7º, não necessariamente é coincidente com o de "*emissora*". A oferta, assim, pode ser realizada por não emissores, porém cabe à emissora a apresentação da oferta, em função do disposto no art. 5º, §§ 4º e 5º.

Conclui a entidade que a consequência dessa ausência é a presuntiva impossibilidade de ofertas secundárias de valores mobiliários de pequenos emissores. A entidade acredita que "*dado que um dos objetivos da nova regulação proposta é endereçar as dificuldades de liquidez dos títulos em causa, seria contraditório vedar uma possibilidade viável e plenamente lícita de alienação.*".

A CVM não considerou conveniente a proposta encaminhada por Albino Advogados, pois tal redação pode ensejar a conclusão que ofertas secundárias poderiam ocorrer por meio das plataformas, mas estariam dispensadas da regulamentação, o que não é o caso.

Ao contrário do que aduz o participante CMCAP, a norma não busca endereçar dificuldades de liquidez dos títulos ofertados por meio das plataformas de investimento participativo e a CVM não pretende que a norma tenha o alcance de permitir a realização de ofertas secundárias por meio do regime de dispensas instaurado pela instrução.

A norma busca permitir o financiamento das sociedades empresárias de pequeno porte de maneira simples e com o menor custo possível. Nesse momento, não faz parte do escopo dessa norma permitir ofertas secundárias de investidores e a CVM exige que, no material informativo das ofertas, estejam claros os riscos de liquidez envolvidos na aquisição desses títulos.

3.Limites, vedações e procedimentos usados na condução da oferta (arts. 3º e 4º)

3.1. Valor máximo da oferta (art. 3º, I)

BRS Asset entende que a limitação de R$ 5 milhões de captação por emissor irá restringir o acesso de emissores que necessitem de um valor maior de capital diante do cenário atual do mercado de capitais brasileiro.

O participante propõe que a CVM não entenda esta modalidade de captação somente como veículo de alavancagem para **start-ups**, mas também como fonte de capital para empresas operacionais que buscam capital para expandir suas atividades.

BRS Asset sugere alterar o limite de ofertas para o valor mínimo de R$ 10 milhões, o que acarretaria maior interesse de emissores e estimularia esta modalidade de investimento.

Maria Léa-Vincent questiona como será possível a plataforma controlar o cumprimento desse montante nos casos em que o emissor tenha se utilizado de outra plataforma para captar recursos em uma oferta anterior. A participante observa que a norma é silente em relação à comunicação interplataformas

nesse aspecto relevante e, adicionalmente, se a CVM vai emitir algum tipo de certidão que as plataformas poderão usar para fins de verificação dos valores já captados por um dado emissor no ano.

A CVM entende que o regime de dispensa de registro deve ser utilizado com parcimônia e que não é desejável que uma oferta pública dispensada de registro tenha um valor significativo a ponto de causar um impacto negativo no mercado e na situação financeira de inúmeros investidores de varejo.

Dessa forma, considerando que o valor até então disposto na Instrução CVM nº 400, de 2003, era de R$ 2,4 milhões e que a média dos montantes ofertados pelas plataformas de **crowdfunding** de investimento no Brasil se encontra na faixa de R$ 400 mil, a CVM entende que o valor proposto está adequado.

A partir do questionamento formulado por Maria Léa-Vincent, decidiu-se acrescentar a obrigatoriedade de divulgação de um formulário consolidado sobre as ofertas encerradas (conforme o novo Anexo 5-IV). Esse formulário deve ficar disponível no **site** das plataformas, sem restrições de acesso, possibilitando que uma plataforma verifique se um dado emissor já realizou captações em outras plataformas, o valor dos montantes captados e a data do encerramento das ofertas.

3.2. Prazo da oferta (art. 3º, I)

Albino Advogados, CMCAP, Equity, Godke Silva, IBRI, Machado Meyer, Marco Poli e VBSO sugerem que seja aumentado o prazo de 90 (noventa) dias indicado na Minuta. Os manifestantes sugerem a ampliação do prazo para cinco a seis meses, tendo em vista que a experiência atual nas captações tem mostrado que o prazo proposto não é suficiente para o sucesso das ofertas, em razão do estágio atual de desenvolvimento do mercado brasileiro.

Além disso, sob a ótica da vedação à realização de oferta parcial, combinada com a possibilidade de desistência das intenções de investimento pelos investidores, conforme proposto na Minuta, a ampliação do prazo parece essencial para que se evite o desperdício dos esforços empregados pelo empreendedor de pequeno porte e pelos demais prestadores de serviços que participaram da estruturação e condução da oferta.

CMCAP observa que ofertas já foram conduzidas com sucesso em prazos maiores, sem prejuízos para os investidores.

Marco Poli alerta que o prazo de três meses dificultaria principalmente as ofertas maiores (por exemplo, acima de R$ 500 mil), afetando de maneira assimétrica empresas que se encontram em diferentes estágios.

CMCAP, IBRI, Marco Poli e Vieira Drigo sugerem que seja veiculado o prazo máximo de captação nas condições da oferta realizada, informação que será fornecida ao investidor, que a partir daí poderá avaliar se quer ou não aplicar recursos sob tais condições, não sendo necessário que a norma estabeleça um período máximo.

Na visão de Marco Poli, se tal sugestão for adotada, deveria constar da norma um requerimento de reavalição do valor de mercado do emissor a cada seis meses, o que evitaria que os primeiros aderentes à oferta sejam prejudicados.

A CVM considerou os comentários pertinentes e verificou que a realidade tem exigido ofertas superiores a 90 dias. Dessa forma, a norma passa a prever que a oferta poderá ter o prazo máximo de 180 dias, sem impedimentos de se prever um prazo menor de captação.

Não se considerou adequado deixar o prazo máximo em aberto, em função da insegurança que a falta dessa previsão traria. Além disso, com a nova dinâmica da oferta, que permite, a depender dos procedimentos estabelecidos pela plataforma, a transferência de recursos pelo investidor após o prazo de desistência, não seria adequado que o montante transferido pudesse ficar por um tempo maior do que 180 dias retido.

Vale dizer que quanto maior o prazo de captação, menos propenso estará o investidor de transferir os recursos no início da oferta, dado que o montante poderia ficar um tempo grande sem remuneração. Nesse sentido, as plataformas devem considerar que o aumento do prazo da oferta não necessariamente diminui a insegurança quanto ao seu sucesso, pois pode incentivar a realização dos aportes em seus momentos finais.

3.3. Manifestação da intenção de investimento não vinculante (art. 3º, III)

ANBIMA, CMCAP, Equity, CFA, CCA, EqSeed, Fialho Salles, Godke Silva, Lima e Falcão, Machado Meyer, Marco Poli, Motta Fernandes, VBSO, Veirano Advogados, e Velloza & Girotto protestam que a proposta da manifestação do investidor não ser vinculante poderá causar grande insegurança ao mercado de **crowdfunding** de investimento, prejudicando inclusive os demais investidores de uma oferta.

Preocupações com comportamentos oportunistas foram externadas, por exemplo, quando um investidor infla artificialmente sua manifestação de interesse, sabendo que poderá facilmente desistir do investimento, ou, até pior, se pessoas com más intenções puderem simplesmente quebrar a confiança no mecanismo das captações ao fazer pedidos de investimento sem a intenção de transferir o dinheiro, passando aos demais investidores uma informação inverídica sobre o andamento da captação.

Os participantes enfatizam que investimentos vinculantes são essenciais para o modelo de **crowdfunding** se desenvolver como um mercado sério e sustentável, com segurança jurídica e preservando a boa-fé de emissores e investidores.

EqSeed considera que, se a regra constante da Minuta for implementada, empreendedores ficarão desmotivados a participar, pois o **crowdfunding** será interpretado (com justiça, no entender do participante) como uma atividade que não é séria, gerando barreiras comerciais insuperáveis para as plataformas que operam nesse mercado.

O participante argumenta que "*investimentos não vinculantes tiram toda a seriedade do processo de uma oferta, pois não há nenhuma maneira de entender se os investidores que já expressaram interesse são reais e comprometidos ou não*".

VBSO considera que nas ofertas "*destinadas a um público de varejo, é factível que uma considerável parte dos investidores que manifestem sua intenção de investimento não efetivem o depósito das quantias correspondentes*".

Veirano Advogados aponta que o empreendedor terá incorrido em custos transacionais e de oportunidade para realizar a oferta, ficando sujeito a ter sua oferta cancelada mesmo tendo sido atingido o valor alvo. Vellozo & Girotto considera que a intenção de proteger o investidor pode até acarretar o efeito

oposto ao pretendido pela CVM, posto que a decisão de investimento poderá ser tomada sem os devidos cuidados e análise.

CMCAP comenta que a ausência de produção de efeitos vinculantes às propostas de subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta, pelos potenciais investidores que assim se manifestarem, é "*particularmente incomum no âmbito do mercado capitais, senão mesmo inédita*".

Acrescenta a entidade: "*Em que pese o dever de cuidado que o regulador deve impor no trato da captação pública de poupança, parece desproporcional que o potencial investidor não seja penalizado por aceitar uma oferta sem arcar com as consequências de sua falta de critério ou seriedade. O regime proposto destoa das regras de direito comum relativas ao mecanismo da policitação, essencial no processo de formação de contratos (Código Civil, art. 427 e seguintes). Uma vez formado o vínculo entre o ofertante e o oblato, devem se seguir as regras que entre ambos os sujeitam a direitos e obrigações recíprocos – ainda que as manifestações de vontade tenham natureza preliminar (Código Civil, art. 462 e seguintes)*".

Veirano Advogados também adensa o debate dos aspectos concernentes à legalidade do inciso III: "*há que se ressaltar que esse dispositivo, conforme redigido na Minuta, pode padecer de ilegalidade, diante das regras de oferta e aceitação previstas na legislação civil brasileira. A oferta ao público equivale a proposta quando encerra os requisitos essenciais ao contrato (art. 429, Código Civil), a qual só não se torna obrigatória naquelas hipóteses especificamente previstas em lei (art. 428, Código Civil). Ainda que se pudesse conceber o mecanismo proposto na Minuta como um contrato preliminar, qualquer uma das partes permaneceria com o direito de exigir a celebração judicial do contrato definitivo (art. 463, Código Civil)*".

CFA observa que, por outro lado, dado o extenso período que a oferta pode ficar aberta, é relevante a questão da remuneração do investidor que transfere seus recursos para o empreendedor antes da data final do prazo de captação. O capital do investidor, que no limite poderia ficar depositado por 90 (noventa) dias, neste caso poderia não ser adequadamente remunerado durante este período de espera.

VBSO vislumbra que o melhor mecanismo seria a adoção de uma manifestação vinculante (com a realização do depósito simultaneamente à adesão), mas obrigando que os valores aportados sejam aplicados em ativos de risco baixo até o fechamento da oferta.

ANBIMA também questiona qual a forma mais adequada de assegurar ao investidor a adequada flexibilidade para desistência do investimento sem evitar a possibilidade de ocorrência dos problemas mencionados acima.

Em consonância, CFA também sugere estabelecer o princípio do vínculo (evitando comportamentos oportunistas e a incerteza quanto ao próprio processo), abrindo espaço, porém, para que cada plataforma possa estabelecer os mecanismos e prazos relativos a tal vínculo.

EqSeed manifesta sua compreensão que a preocupação principal da CVM foi evitar que os investidores tomem decisões no calor do momento, com emoção, e se arrependam depois. Como uma alternativa que atenda aos anseios da CVM, sugere que o requerimento de manifestações de caráter vinculante seja acompanhado por um período curto de desistência (**cooling-off period**).

Tal solução seguiria o modelo adotado por reguladores de outros países como, por exemplo, a Financial Conduct Authority (FCA) do Reino Unido. A diferença fundamental é que lá o prazo é limitado e se inicia a partir do momento da assinatura do contrato de investimento, e não ao final da captação, como foi proposto na Minuta da CVM.

Equity e EqSeed propõem um prazo máximo de 14 (quatorze) dias corridos, contados a partir da data do assinatura formal do contrato de investimento, em que a desistência não implicaria na imputação de multas ou penalidades, provendo assim a proteção desejada para os investidores mas evitando que a oferta transcorra sob enorme insegurança em relação às reais intenções dos investidores.

Com o mesmo objetivo, Fialho Salles e também Motta Fernandes propõem um período de 7 dias para que o investidor possa exercer seu direito de arrependimento. Alternativamente, Lima e Falcão aventa duas possibilidades: (i) a manifestação do investidor não seria vinculante até o encerramento da oferta, mas a desistência após o encerramento ficaria sujeita a uma multa de 5 %; ou (ii) o investidor tem um período de 48 (quarenta e oito) horas para desistência, após o qual fica sujeito a uma multa de 5%.

Veirano Advogados, por sua vez, propõe que o investidor possa desistir sem a imposição de multas ou penalidades até o encerramento da oferta, porém sujeitando-se a um prazo regulamentar de 5 (cinco) dias úteis para realizar o depósito, após o qual sua manifestação caducaria, ou seja, um prazo de arrependimento de 5 (cinco) dias.

Para tal, propõe também um ajuste na redação do art. 5º, III, levando em consideração o período de 5 (cinco) dias que antecede o final do prazo de captação, caso em que o prazo de arrependimento será menor que 5 (cinco) dias.

Veirano Advogados propõe um ajuste concomitante na seção de alertas (seção 6, alínea "f") do Anexo 8, de modo a cientificar o investidor do direito de desistir da intenção de investimento até a data de encerramento da oferta, sem incorrer em quaisquer multas ou penalidades, nos termos propostos para os arts. 3º, III, e 5º, IV, e também um ajuste nos dizeres do inciso I do art. 25 (material didático sobre os procedimentos da oferta) refletindo o efeito das alterações propostas.

Outra possibilidade levantada por Machado Meyer é a adoção de uma fila de espera de investidores, que venham a ser chamados para o aporte caso ocorram desistências durante o prazo de 5 (cinco) dias após o fechamento da oferta.

O participante busca evitar a frustração da oferta para emissores e investidores causada por desistências após o encerramento. Com esse mesmo objetivo, a ANBIMA questiona se o lote adicional de 25% (Art. 3º, § 4º) poderia ser aberto para complementar os montantes que foram objeto de desistências, numa tentativa de se evitar o fracasso da oferta, ponto que não estaria claro na Minuta.

Velloza & Girotto sugere que "*a desistência sem penalidades seja possível apenas e tão somente no caso de alterações nas condições da oferta, assemelhando-se ao disposto no artigo 45, § 4º*" da Instrução CVM nº 400, de 2003.

O escritório sugere, ainda, que na hipótese de desistências realizadas por outros motivos, além de multas e penalidades contratuais, o valor correspondente à manifestação de investimento seja computado no limite de investimento anual de R$ 10 mil constante do art. 4º da Minuta.

CCA propõe que a CVM considere um mecanismo pelo qual todas as intenções de investimento tenham que ser confirmadas até 72 horas antes do fechamento da oferta, sendo que, se uma dada percentagem das intenções não vier a ser confirmada nesse período, os demais investidores seriam então avisados sobre o possível fechamento da oferta.

De modo a evitar que uma oferta venha a encerrar sem ter seu valor alvo atingido em consequência de desistências, CCA acha saudável uma permissão para aceitação de intenções de investimento até um valor 20% superior ao valor alvo.

CCA também opina que, se não for possível a utilização de contas apartadas em instituição financeira, a manutenção da prática corrente da vinculação da manifestação de interesse na oferta e a liquidação (transferência do dinheiro) que ocorre somente ao final da oferta seria uma opção melhor do que o proposto na Minuta.

Marco Poli defende que, se para a CVM, for imprescindível a não vinculação, a norma deveria ao menos facultar às plataformas a exclusão ou inabilitação do investidor em questão. O participante alerta que, para qualquer líder de investimento, uma intenção não honrada é sempre extremamente trabalhosa e cara, e pode ter graves consequências.

A normatização não deveria cultivar uma cultura de intenções "desinteressadas", sendo que uma intenção não honrada tomará o lugar de um investidor que iria de fato investir, mas não conseguiu "*espaço no **round***". A segurança extra para o investidor que a CVM objetiva acabaria por prejudicar o desenvolvimento desse mercado no longo prazo, alega Marco Poli, em consonância com as manifestações citadas acima.

Mauro Matos também pergunta se, caso ocorram desistências após a convocação para o depósito, se um novo prazo poderia ser aberto para a captação.

Adicionalmente, EqSeed comenta a preocupação da CVM com a possibilidade dos investidores não transferirem os valores e a empresa receber somente uma parte da meta de captação. Equity acredita que esse risco só chega a ser significativo se a desistência representar uma porção significativa da captação total, pois a grande maioria dos investimentos individuais representam pequenas porções do total arrecadado.

A respeito desse ponto, Equity e EqSeed sugerem como possível aperfeiçoamento da norma, a introdução de requerimento de que qualquer investimento que represente mais de 20% do valor total da oferta seja transferido ao empreendedor antes da transferência dos valores menores dos outros investidores.

A CVM considerou a maior parte dos comentários pertinente e alterou a redação do dispositivo para endereçar as preocupações no sentido de que a norma não deveria estimular um comportamento descompromissado do investidor e, consequentemente, gerar insegurança para todos os participantes envolvidos no sucesso do fechamento de uma captação.

Praticamente todos os participantes da audiência pública sugeriram aperfeiçoamentos para a dinâmica dessa oferta. A CVM, após analisar todas as manifestações, entendeu que o melhor modelo é aquele que permite um prazo de arrependimento ainda dentro do período de captação (art. 3º, III).

A CVM entendeu pertinente o comentário do CFA no sentido de que deveria caber a cada plataforma, de acordo com o seu modelo de negócios e desenvolvimento de seus sistemas, definir os mecanismos e prazos para tal procedimento.

Nesse sentido, a redação final da norma se torna mais principiológica e busca garantir que o prazo de **cooling-off** seja respeitado. A CVM continua a exigir, contudo, que o investidor que desista nesse período não seja punido por qualquer tipo de multas ou penalidades.

3.4. Destinação dos recursos captados (art. 3º, V)

Albino Advogados sugere o aperfeiçoamento da redação com a introdução de alínea vedando a utilização dos recursos obtidos na oferta para fins diversos dos previstos nas informações essenciais sobre a oferta pública (Anexo 8), objetivando proteger o investidor da utilização do montante captado em atividades alheias às do empreendedor de pequeno porte.

CMCAP levanta dúvidas sobre a viabilidade da imposição das vedações elencadas no inciso V, citando que a possibilidade de restrição, destinação ou definição dos recursos captados por meio de ofertas de públicas de valores mobiliários não consta na Lei nº 6.385, de 1976. Ademais, tal atribuição não estaria nem mesmo entre as detidas pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, destaca a entidade.

Um conjunto de situações plausíveis é apresentado pela CMCAP, demonstrando como seria de difícil interpretação o dispositivo em tela, inclusive por não terem sido enunciadas quais as destinações permitidas: "*estariam proibidas antecipações de recursos a clientes ou fornecedores que permitam*

fomentar as atividades, visto que poderiam ser consideradas concessão de crédito? Se mantidas essas violações, quais as sanções aplicáveis? Também essas destinações que se visa vedar devem ser verificadas pela plataforma que veiculou a oferta, se vierem a ocorrer posteriormente?".

CMCAP conclui que deveria caber "*estritamente às partes envolvidas, no exercício de suas vontades autônomas e possibilidade de livre disposição patrimonial, estabelecer em conjunto os objetivos de uma oportunidade de negócios ou de definir a destinação dada a recursos entre si transferidos*".

Marco Poli levanta questões semelhantes, citando, por exemplo, que uma empresa nascente da área de finanças (**FinTech** de crédito) pode utilizar recursos obtidos na captação como capital de giro inadvertidamente.

S & A Advogados propõe que o dispositivo seja aperfeiçoado, em especial a alínea "c" que veda a concessão de crédito a outras sociedades, "*pois limitará determinado nichos como de fomento mercantil, que embora ainda não regulamentado é um seguimento reconhecido e que depende de conhecimento específicos para desenvolvimento, cuja captação via* ***equity crowdfunding*** *poderia representar significativa importância*". O escritório propõe que a vedação não se aplique nos casos em que esse seja o objeto do emissor.

Fialho Salles sugere que a vedação absoluta às diversas operações de reorganização societária elencadas na alínea a do inciso V seja substituída por uma proibição em bases temporais, por entender que o que se busca proteger com a regra seja que o cenário e risco operacional/financeiro avaliado pelo investidor no momento da adesão à oferta não seja alterado por tais operações.

Em adição, e pelas mesmas razões, o escritório propõe que a operação de cisão seja incluída neste rol, "*especialmente se não houver sucessão de responsabilidade entre as empresas cindidas (parágrafo único do art. 233 da Lei nº. 6.404, de 1976*)".

Tozzini Freire argumenta que os recursos devem ser utilizados exclusivamente para destinação relativa ao objeto social do emissor, mas que as operações de reorganização podem ser permitidas na condição que as outras sociedades envolvidas na operação "*contenham atividades semelhantes ou de mesma classificação*" daquelas do emissor.

Ele observa a relevância de aproveitar o senso de oportunidade, que é muito urgente neste setor, e que adquirir empresas também recém constituídas de um mesmo setor, acelera o desenvolvimento do empreendedor por meio da aquisição de bases externas de conhecimento.

Ressalta o escritório que "*a experiência externa tem se consolidado justamente no sentido de fazer captações de financiamento participativo justamente para obter o capital necessário ao crescimento por operações de fusões e aquisições, como importante ferramenta de alavancagem dos negócios das* ***start-ups*** *mais promissoras, que acabam seguindo a tendência de consolidação de mercado*".

Veirano Advogados sugere que seja ressalvada a possibilidade de constituição, pelo empreendedor de pequeno porte, de sociedades controladas e subsidiárias integrais, nos termos da legislação societária vigente, da vedação geral prevista na alínea a do inciso V.

O escritório destaca que "*é comum, no âmbito empresarial, a repartição das diferentes linhas de negócio de um empreendedor em pessoas jurídicas distintas, tanto para facilitar a captação de investimentos posteriores para cada um desses empreendimentos, quanto para fins da repartição do risco de cada uma delas decorrente*".

Sugere ainda o Veirano Advogados que a expressão "títulos" seja substituída por "valores mobiliários" na alínea "b". Entende o escritório que a expressão "títulos" é vaga o suficiente para incluir títulos de dívida e crédito cuja aquisição possa ser essencial para a execução do objeto social do emissor. A expressão "valores mobiliários" atende melhor a intenção do dispositivo, qual seja a utilização dos recursos levantados em operações ou empreendimentos estranhos às justificativas da oferta.

Inicialmente, vale destacar que nenhum emissor está proibido de realizar ofertas públicas que busquem levantar fundos para quaisquer objetivos que sejam importantes para a empresa. Para isso, é possível realizar uma oferta pública registrada, nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, com o detalhamento da destinação dos recursos da oferta no prospecto, ou por meio de oferta pública dispensada de registro, nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009, com esforços restritos de distribuição.

A Lei 6.385, de 1976, em seu art. 19, § 5º, II, estabelece que compete à CVM definir os casos,

excepcionais, naturalmente, em que o registro da emissão pública possa ser dispensado. Nesse sentido, a CVM tem plena competência para impor condições para que uma oferta pública possa ser realizada com a dispensa de registro da emissão.

A CVM considera que as destinações dos recursos elencadas nas alíneas (a) a (c) do inciso V não se coadunam com as dispensas de registro da oferta e do emissor que estão sendo concedidas, pois o investidor estaria investindo indiretamente em outras sociedades que não a emissora, e sem quaisquer elementos para analisar tais empresas, suas estruturas societárias, suas operações, risco de crédito, etc., algo que demandaria um nível de sofisticação e diligência por parte do investidor que não é esperado neste tipo de oferta. Portanto, as condições para a concessão da dispensa foram mantidas e o inciso V do art. 3º não foi alterado.

No entanto, a CVM atendeu parcialmente a sugestão do Veirano Advogados e adicionou a expressão "valores mobiliários" na alínea (b) do inciso V.

3.5. Verificação das condições do inciso V por parte da plataforma (art. 3º, § 1º)

Veirano Advogados sugere a alteração desse dispositivo de forma a delimitar as obrigações da plataforma, particularmente quanto à verificação da condição estabelecida no inciso V do **caput**, que determina que os recursos captados pelo empreendedor de pequeno porte não podem ser utilizados para operações de natureza societária ou concessão de crédito a outras sociedades.

O escritório entende por correta a exigência do § 1º em relação às condições estabelecidas nos incisos I a IV do **caput** do art. 3º, que podem ser plenamente verificadas e confirmadas pela plataforma na realização da oferta. Entretanto, Veirano Advogados entende que a condição do inciso V, concerne à utilização dos recursos captados pelo emissor em um tempo posterior ao da oferta, o que, na opinião do participante, por uma questão de lógica, não será passível de verificação pela plataforma no momento da realização da respectiva oferta.

A proposta do Veirano Advogados é que a demanda sobre a plataforma seja apenas a de exigir, no momento de realização da oferta, uma declaração por parte do emissor, que este não utilizará os recursos captados em negócios que lhes sejam vedados pelo inciso V após a realização da oferta.

João Lima e Gabriel dias opinam que a "*verificação do atendimento do inciso V dependeria de fiscalização permanente do negócio do empreendedor pela plataforma, o que é incompatível com a função desempenhada por esta*" e sugerem que o inciso V seja retirado.

As sociedades empresárias de pequeno porte devem, ao elaborar o Anexo 8, informar a destinação e a forma de uso dos recursos captados (seção 2, "f"). A atuação que a CVM espera das plataformas, no que se refere ao inciso V do **caput**, é que elas evitem a realização ofertas públicas para captar recursos para um dos fins listados no referido inciso.

Ou seja, as plataformas devem se assegurar que os empreendedores que pretendam, no momento da oferta, captar recursos para realizar uma das vedações dispostas no inciso V não possam se utilizar do mecanismo de **crowdfunding** de investimento.

A CVM compreende que a utilização posterior dos recursos de forma diversa da que foi informada na oferta em uma das hipóteses do inciso V não é passível de verificação pela plataforma e constitui uma infração ao mecanismo de **crowdfunding** de investimento cometida pela sociedade empresária de pequeno porte. Portanto, a sugestão não foi acatada.

3.6. Volume de captação – distribuição parcial (art. 3º, §§ 2º e 3º)

De acordo com Equity, a vedação a distribuições parciais não trará necessariamente mais segurança aos investidores. A associação comenta que é bastante comum que emissores busquem fontes paralelas de financiamento (investidores-anjos, fundos institucionais, etc.) para completar suas rodadas e viabilizar o negócio proposto.

Assim, sugere como melhor solução a adoção de regra similar à prevista na Instrução CVM n° 400, de 2003, fazendo-se **full disclosure** da possibilidade de realização de uma captação parcial. Equity defende a utilização de um intervalo de volume de captação (valores alvo mínimo e máximo), com total transparência para o investidor sobre os usos do capital arrecadado em cada um dos cenários. Na hipótese da não aceitação da sugestão, a associação propõe que o emissor possa dobrar a quantidade de valores mobiliários ofertados.

CCA e CMCAP também consideram mais adequado que os volumes mínimo e máximo da captação constem justificadamente dos termos da oferta, sem necessidade de interveniência do regulador. Adicionalmente, CMCAP alerta que "*se adotado como regra o mecanismo de separação entre os momentos de coleta de intenção de investimento, de sua confirmação e de efetivação de depósitos dos montantes, deve ser esclarecido que a oferta terá sido bem sucedida se houver captação efetiva do limite mínimo da oferta. E, portanto, que não haverá cancelamento ainda que as intenções ou confirmações tenham atingido ou superado o alvo*".

Fialho Salles também considera uma oferta com valores máximos e mínimos uma melhor opção, mas observa que o investidor será protegido com relação à eventual alteração do risco envolvido na oferta se o direito de retirada for concedido aos investidores que não concordarem em aderir à oferta por valor inferior ao limite máximo.

Tendo em mente os consideráveis custos incorridos pelo emissor, Fialho Salles propõe ainda um mecanismo alternativo que poderia ser permitido pela norma, a chamada oferta **keep it all**: "n*essa modalidade, caso a oferta tenha atingido um valor diferente do valor máximo, o emissor terá a possibilidade de questionar os investidores que aderiram à oferta se eles concordam com a diminuição do valor da oferta e a decisão pela manutenção da oferta em valor diferente do inicial deve ser unânime. A partir de então seria aberto novo prazo para que os investidores se manifestem sobre o interesse de realizar aporte nessas condições e para que realizem o pagamento*".

Veirano Advogados propõe "*que a distribuição parcial a que se refere esse dispositivo seja possível, caso todos os investidores da oferta manifestem sua concordância expressa para tanto*". O escritório comenta e apresenta referência que, apesar de já ter sido demonstrado empiricamente que as ofertas de **crowdfunding** na modalidade **all-or-nothing** (com vedação a distribuições parciais) são mais eficazes na captação de recursos que na modalidade **keep-it-all** (em que a oferta é considerada exitosa ainda que não tenha atingido seu valor alvo de captação), não vê razões para o impedimento normativo à realização de uma oferta parcial quando todos os seus interessados se manifestem positivamente nesse sentido.

No ajuste proposto por Veirano Advogados, é requerido que a totalidade dos investidores manifeste sua concordância, na forma e dentro do prazo estabelecidos na norma, e o empreendedor de pequeno porte também precisa manifestar sua anuência, em igual prazo e forma, à distribuição parcial dos

valores mobiliários ofertados. O escritório propõe um ajuste simultâneo no art. 19 referente às obrigações da plataforma, em decorrência da possibilidade de oferta parcial, caso a sugestão seja acatada.

Godke Silva vislumbra como melhor solução a adoção de regra similar à prevista na Instrução CVM n° 400, de 2003, impondo-se **full disclosure** da possibilidade de captação parcial. Como alternativa, se a CVM entender como necessário a existência de um limite à captação parcial, sugere que se estabeleça um piso mínimo de 50% (cinquenta por cento) incidente sobre o valor alvo inicial, com transparência para os investidores.

Quanto ao lote extra, o escritório alerta que, em ofertas de menor valor, um lote adicional é de pouca valia. Assim, sugere que sejam permitidos, em padrão similar (mas não igual) ao encontrado na Instrução CVM n° 400, de 2003: (i) um lote adicional (que seria de 25%); e (ii) um lote suplementar (que seria de 20%), aumentando o espaço de manobra para as ofertas de **equity crowdfunding**, de modo a aumentar as chances de êxito de tais ofertas públicas.

João Lima e Gabriel Dias opinam que não seria razoável não permitir que o empreendedor de pequeno porte complementasse o montante pretendido, pois dessa forma se eliminaria o risco de não execução do investimento planejado, risco esse que a regra pretende mitigar. Adicionalmente, entendem que deve ser assegurada a possibilidade de distribuição parcial se os investidores expressamente concordarem.

Em consonância, Marco Poli também entende como melhor opção o estabelecimento de um intervalo (valores máximo e mínimo de captação) do que um único alvo. Nas palavras do participante "*o ideal para empresas em estágios iniciais é ter o suficiente para 18 meses de operação no* ***round****. Mas 12 meses é o mínimo aceitável. Então esse alvo não deveria ser um alvo, mas uma banda baseado nas possibilidades de uso do capital, inclusive no tempo de uso, desde que respeitado esse limite inferior de 12 meses de vida pós investimento*".

Motta Fernandes também propõe a admissão de captações parciais com **full disclosure** da possibilidade, apresentando-se como referência o percentual mínimo da captação a ser resgatado e o percentual máximo de diluição que o empreendedor está disposto a abrir mão na rodada. O escritório aponta que tal proposta está em linha com o disposto em seus arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Velloza & Girotto propõe uma solução mais flexível, que melhor reflete, no entender do escritório, os diferentes estágios de desenvolvimento em que diversos empreendedores de pequeno porte poderão estar: "a*s captações poderiam ser construídas de forma escalonada e com metas intermediárias, sem que isto acarrete em prejuízo para investidores e empreendedores de pequeno porte ... não atingir o valor alvo não significará, necessariamente, que o capital aportado será inócuo ou incapaz de fazer com que o empreendedor de pequeno porte cresça*".

Entretanto, alerta Velloza & Girotto, na hipótese da permissão de metas de captação intermediárias, a avaliação do empreendedor de pequeno porte deve ser a mesma em todas elas. Uma indicação clara nos materiais da oferta de quais serão as atividades que poderão ser realizadas em cada uma das diversas metas de captação intermediárias é imprescindível também.

O escritório vislumbra que tal flexibilidade "*possivelmente diminuirá o risco de que uma oferta seja finalizada sem a captação, bem como fará com que o investidor faça uma análise mais profunda da oferta, só aderindo se estiver de acordo com a participação em qualquer das metas intermediárias, caso sejam atingidas*".

Baptista Luz sugere a inclusão da possibilidade de nova chamada de captação caso o valor total da oferta não tenha sido atingido. Na proposta do escritório, a abertura de prazo adicional fica condicionada a uma captação efetiva de pelo menos 80% do alvo.

Tal mecanismo poderia evitar que um empreendedor de pequeno porte empenhe toda a quantidade de esforços e recursos necessários para uma campanha de **investment-based crowdfunding** e deixe de receber todo o valor do investimento por uma insuficiência na captação efetiva que seria superável, caso houvesse maior prazo ou, eventualmente, algum ajuste na campanha, principalmente se for levado em conta o prazo de captação de somente 90 (noventa) dias constante da Minuta.

IBRI sugere que seja considerada uma dispersão de 10% do valor estipulado da oferta para a decisão sobre o sucesso da mesma ou que possa ser realizado um processo de **bookbuilding**.

A CVM considerou os comentários pertinentes e adotou a proposta sugerida pela maioria dos participantes, qual seja, o estabelecimento de um intervalo, com valores alvo mínimo e máximo de captação, optando, entretanto pela exigência de um limite mínimo que represente dois terços do valor

máximo.

Dessa forma, a Autarquia entende que as inseguranças que envolvem o processo de captação de uma sociedade empresária de pequeno porte por meio do **crowdfunding** ficam bastante mitigadas. Contudo, em linha com os comentários recebidos, essa possibilidade deve ser combinada com uma ampla divulgação da estratégia de utilização de recursos pelo empreendedor, caso o montante captado fique aquém do valor máximo e, desta forma, alterou-se a alínea f do Anexo 8 para possibilitar um reporte adequado para os investidores, com a indicação das atividades que serão realizadas nos cenários de captação mínima e máxima.

3.7. Intervalo entre ofertas de um mesmo emissor (art. 3º, §5º)

CMCAP expressa opinião que "*as limitações objetivas às captações por oferta pública de que tratam os §§ 4º e 5º, são bastante razoáveis e efetivas para impedir exageros ou excessos por parte de ofertantes e emissores. A propósito, as limitações poderão trazer aprendizado, bem como estimular outras formas de captação ou futuro ingresso de emissores em outra categoria de participante do mercado de capitais*".

Em contraste, Equity considerou excessivo o prazo de 120 (cento e vinte) dias estipulado na Minuta. Para a associação, um intervalo mais adequado seria o de 30 (trinta) dias frente ao limite de R$ 5 milhões anuais caso este seja adotado.

Adicionalmente, Equity chama a atenção para o caso em que uma captação não tenha logrado êxito, por exemplo, por causa do **valuation** proposto pela emissora. Nesse caso, parece razoável que a empresa tenha a oportunidade mudar e relançar a oferta sem qualquer restrição sobre esse prazo.

Baptista Luz reforça a necessidade de revisão desse dispositivo, por acreditar que o empreendedor de pequeno porte será afetado desnecessária e negativamente, pois ficou exposto à possibilidade de apropriação, por terceiros, de sua ideia, projeto ou negócio durante a oferta.

Portanto, Baptista Luz sugere que o emissor que não tenha tido sucesso na captação possa iniciar uma nova oferta em prazo menor, pois poderá ajustar à oferta às condições momentâneas de mercado ou até propor novas ideias ou tecnologias em um curto espaço de tempo.

Godke Silva propõe um prazo de 15 dias para o relançamento da oferta, com redução do valor de avaliação da empresa, por exemplo.

Maria Léa-Vincent questiona como será possível a plataforma controlar o cumprimento desse prazo nos casos em que o emissor tenha se utilizado de outra plataforma em uma oferta anterior. A participante observa que a norma é silente em relação à comunicação interplataformas nesse aspecto relevante e, adicionalmente, se a CVM vai emitir algum tipo de certidão que as plataformas poderão usar para fins de verificação do prazo.

A CVM estabeleceu o prazo de 120 (cento e vinte) dias, em linha com o estabelecido na Instrução CVM nº 476, de 2009, para impedir que um emissor extrapole o valor de R$ 5 milhões ao lançar duas ofertas em períodos muito próximos, no final de um ano e no início do ano subsequente.

Além disso, não parece razoável para a correta avaliação dessa sociedade empresária de pequeno porte que ele volte ao mercado em períodos muito curtos após a sua captação, pois se torna difícil uma análise do mercado quanto à utilização dos recursos e os reflexos na operação da empresa.

Contudo, a CVM se sensibilizou com a situação daqueles empreendedores que não conseguem alcançar o valor mínimo do intervalo de captação por quaisquer motivos, dentre eles uma **valuation** equivocada, sobretudo considerando a possibilidade da ideia ou projeto ser apropriado por terceiros, conforme comentado por Baptista Luz.

Dessa forma, a CVM alterou a redação do dispositivo e manteve a proibição apenas para os empreendedores que conseguiram lograr êxito na sua captação por meio da plataforma de investimento participativo.

Em relação ao questionamento formulado por Maria Léa-Vincent, o novo Anexo 5-IV, disponível nos **sites** das plataformas sem restrições de acesso, inclui as datas de encerramento das ofertas, de modo que será possível a uma plataforma verificar o cumprimento do prazo. A CVM informa também que o **site** da Comissão na internet disponibilizará a listagem das plataformas registradas, conforme já é feito com demais participantes do mercado de capitais sujeitos à obrigações

de registro.

3.8. Emissor inadimplente em relação à prestação de informações contínuas (art. 3º, § 6º)

CMCAP observa que, em relação à restrição à realização de nova oferta por parte de emissor que não venha cumprindo suas obrigações de prestação de informações de ofertas anteriores, não ficou claro na Minuta a quem cabe apurar a inadimplência.

O participante alerta que a "*imputação parece ser das plataformas a teor do § 1º do mesmo artigo, mas não se verifica nenhuma punição ou sanção adicional ao ofertante ou emissor além dessa vedação, assim como se omitem os remédios aplicáveis – o que pode tornar o dispositivo de pouca utilidade ou aplicação*".

A norma está estruturada de forma a imputar às plataformas a maior parte dos deveres e obrigações, cabendo ao emissor um conjunto mínimo de obrigações de cunho informacional. A principal obrigação imputada à sociedade empresária de pequeno porte após o momento da oferta é elaborar e divulgar as informações às quais ele se comprometeu para com os investidores.

Nesse sentido, a CVM não pretende ter para esse participante um nível de acompanhamento e supervisão típicos de um emissor registrado, o que inclui, naturalmente, o controle do recebimento e a cobrança de multa cominatória pelo não envio das informações.

Optou-se por uma abordagem menos rigorosa e a punição pela não entrega das informações é a impossibilidade de utilizar-se novamente do mecanismo de **crowdfunding** de investimento. Cabe às plataformas controlar o recebimento de tais informações e, ainda, divulgar publicamente a lista de inadimplentes para que a sociedade empresária de pequeno porte não possa se esquivar da proibição por meio de outra plataforma.

A apuração da inadimplência é, portanto, uma atividade das plataformas e a CVM entende que, por meio da autorregulação, poderá ser disciplinada a melhor forma das plataformas se comunicarem para facilitar o cumprimento dessa obrigação.

3.9. Requisito de integralização do capital social e vedação à oferta de quotas da sociedade (art. 3º, § 7°, I e II)

CMCAP pondera que, se for levado em conta que a sociedade limitada é o tipo societário mais usado na prática empresarial brasileira, parece ser de pouca utilidade a obrigação de total integralização do capital social, já que não existe na Minuta uma imposição de capital mínimo. A entidade alerta que tal "*exigência não é feita a emissor sob a forma de companhia, nem sob outros tipos societários, por mais que estejam em desuso, mas que poderiam ser empregadas com fins de circundar a exigência proposta*".

No entender da CMCAP, a regra proposta na Minuta não oferece a proteção desejada pela CVM por constatar que, à luz das regras do Código Civil (art. 1.052), "*uma sociedade limitada com capital subscrito e não integralizado de R$ 1 milhão oferece mais segurança ao investidor do que aquela com capital integralizado de R$ 1.000,00. No último caso, a responsabilidade dos sócios somente poderá ser avocada mediante desconsideração da personalidade jurídica ou outro mecanismo que permite a imputação de responsabilidade patrimonial além da parcela que lhe caiba no capital social. Já no primeiro caso, os remédios jurídicos para recomposição de danos permitem a persecução patrimonial de todos os sócios, em caráter solidário, por toda a quantia que figura como capital social*".

CMCAP também considera ineficaz a restrição imposta à oferta de quotas. Conforme o participante o "*entendimento tradicional é de que quotas de capital não são valores, títulos, nem bens materiais, mas porção efetiva da contribuição pecuniária do sócio. A praxe empresarial, entretanto, superou esse formalismo que remonta ao Decreto nº 3.709/19. Até mesmo o Código Civil, cuja formulação data da década de 1960, esclarece que as quotas podem ser iguais ou desiguais (art. 1.055), além de numeráveis ou individualizáveis, podendo cada qual ter valor nominal unitário. A rigor, há casos em que a própria expressão de seu valor nominal deve ser alterada (arts.1.083 e 1.084). Ademais, as quotas podem bem ser consideradas bens materiais ou determináveis, visto que sua indivisibilidade é presumida apenas em relação à própria sociedade (art. 1.056)*".

Prossegue CMCAP, "*nem mesmo o recurso à classificação, estritamente doutrinárias, das sociedades como de pessoas ou de capital parece cabível, em face do Código Civil. Essa superação já se operou a partir da bipartição de funções de sócios e de administradores (art. 1.060 e seguintes) e da possibilidade de instituição de conselho fiscal (art. 1.066), ambas características imputadas às denominadas sociedades de capital. E a própria possibilidade de emissão de valores mobiliários por sociedades assim tipificadas o comprova*".

CMCAP também levanta algumas questões práticas relativas à comprovação da integralização do capital social de empresas limitadas que não foram abordadas na Minuta. O participante questiona, por exemplo, se a plataforma deve exigir comprovação de depósito dos recursos, escrituração contábil equivalente ou a declaração de integralização constante do contrato social. Se este último caso for aceito, CMCAP pergunta se o contrato social deve já estar registrado na junta comercial, ou será suficiente o instrumento firmado pelos sócios, mas sem evidência de registro ou, alternativamente, se basta uma cópia acompanhado de mero protocolo no registro de comércio.

Baptista Luz menciona que, embora sejam compreensíveis as preocupações trazidas pela CVM quanto aos riscos que podem ser incorridos pelos investidores ao se tornarem quotistas de sociedades limitadas, acredita que a norma poderia deixar a cargo do emissor "*a definição sobre os instrumentos contratuais hábeis a viabilizar a entrada e saída de investidores no negócio*".

A sugestão do Baptista Luz é a exclusão da proibição da oferta de quotas pelo empreendedor de pequeno porte com o objetivo permitir a oferta tanto de títulos de participação societária como de valores mobiliários conversíveis em títulos de participação societária sem que isso deva necessariamente afetar o tipo societário do emissor, inclusive no que se refere à possibilidade de se beneficiar do regime tributário do Simples Nacional. Na proposta do escritório são mantidas as exigências de alertas do risco de investir em uma sociedade limitada, e de assinatura pelo investidor de termo de ciência de risco.

De acordo com Baptista Luz, "*ainda que faça sentido apontar a inexistência, no ordenamento jurídico brasileiro, de uma estrutura societária que possa compatibilizar a admissão de vários investidores como sócios e, ao mesmo tempo, que mitigue riscos comumente relacionados às sociedades limitadas com baixos custos, entendemos que o mercado de valores mobiliários é ambiente dinâmico, sujeito à criatividade de seus participantes quanto à elaboração de estruturas de negócio que viabilizem suas pretensões*".

CFA propõe a adição de um terceiro inciso ao § 7º, impondo que, na hipótese de emissão de valores mobiliários conversíveis por sociedade limitada, a conversão só poderá ocorrer após a transformação da sociedade emissora em sociedade anônima. No entender do CFA, tal obrigação levará as sociedades que se utilizarem do **crowdfunding** a se sofisticarem no médio prazo, com a adoção de um tipo societário mais robusto e, assim, estarão preparadas receber sócios investidores.

Marco Poli considera uma importante proteção para o investidor que a norma imponha a obrigação do emissor transformar-se em S.A. caso o investidor exerça a conversão da dívida, em caso de outro emissor de tipo societário.

IBRI questiona quais valores pode ofertar uma empresa limitada diante da proibição da oferta de suas quotas, conforme consta na Minuta. O instituto indaga se podem ser ofertadas opções de subscrição futura de capital, após transformação em S.A., ou se o emissor necessariamente precisa se transformar em S.A., para então emitir ações. O instituto também pergunta se tal hipótese deve ser prevista na oferta.

Vieira Drigo também apresenta os mesmos questionamentos, sugerindo a exclusão do inciso II do § 7º, por entender que a disposição é incompatível com o objetivo da regulamentação proposta, que não restringe a estrutura societária do emissor.

VBSO discorda da visão da CVM, conforme apresentada no edital, no sentido da sociedade limitada não ser a forma societária mais adequada para receber um grande número de sócios. Destaca o VBSO que, em se tratando de empreendedores de pequeno porte, estes dificilmente dispõem de recursos financeiros suficientes para se constituírem e se manterem sob forma de sociedades anônimas.

Assim, a sugestão do VBSO é que a vedação instituída por meio do art. 3º,§ 7º, inciso II, seja excluída, restando como requisito somente a integralização total do capital antes da realização da oferta. O escritório também propõe que a CVM, alternativamente, imponha outras condições a serem atendidas pelas sociedades limitadas quando se utilizarem de captação de recursos por meio do **crowdfunding** de investimento, como, por exemplo, a divulgação de fato relevante e a divulgação das demonstrações financeiras auditadas por meio da internet.

Em linha com os argumentos apresentados, a CVM optou pela retirada dos incisos I e II do § 7° do art. 3º. Não se considerou conveniente impor uma obrigação regulatória de que o emissor deva se transformar em S.A. por ocasião da conversão dos títulos. A razão para isso é ele pode não ter ainda o porte adequado para tanto e a própria conversão mandatória ser prejudicial a ele e, consequentemente, aos investidores.

Nesse sentido, caberá aos investidores decidir acerca da conveniência de se realizar a conversão, considerando os riscos de se ingressar no capital de uma sociedade limitada, de um lado, e

suas perspectivas de crescimento e geração de resultados, de outro.

3.10. Limite de investimento por investidor (art. 4º)

3.10.1. Limite de investimento anual de R$ 10.000,00 (dez mil reais) (art. 4º, caput)

Albino Advogados sugere acrescentar um inciso IV a fim de excluir da limitação constante do **caput**, os sócios fundadores, para que estes possam aportar novos recursos no âmbito da oferta.

IBRI recomenda que não haja limitação quanto ao montante que possa ser investido por qualquer pessoa, o que evitaria uma limitação indesejada do volume de recursos disponíveis para novos negócios. O instituto propõe que, caso a CVM entenda ser absolutamente imprescindível a fixação de um limite, este seja ampliado para R$ 30 mil reais convertendo para moeda nacional os limites praticados nos EUA e na Europa, 10 mil dólares e 10 mil euros, respectivamente.

Adicionalmente, IBRI sugere que o limite seja estipulado ”por pessoa jurídica investida” e não ”por ano”, simplificando consideravelmente o trabalho de controle deste limite que está sendo imposto às plataformas. BRS Asset também defende esta proposta. Maria Léa-Vincent não considera razoável o limite, considerando o valor médio dos investimentos realizados por meio das plataformas em operação. A participante sugere que seja adotado um limite anual de R$ 50 mil reais.

José Melman também sugere que o limite não seja estabelecido em bases anuais, observando que “*as plataformas não teriam, a priori, como verificar os investimentos realizados em outras plataformas, de forma a verificar o enquadramento aos limites. Desta forma, o investidor poderia burlar o limite simplesmente procurando por outra plataforma, e não faria sentido aplicar alguma punição ao investidor por essa prática*”.

Vieira Drigo chama a atenção que, ao se limitar o investimento permitido por investidor e não por empresa investida, o volume total de valores disponíveis para investimento acabará se reduzindo, “*levando à falta de liquidez disponível para este tipo de oferta e, no limite, a restrições indesejáveis à expansão de novos negócios baseados neste modelo de oferta*”.

Vieira Drigo conclui que, por esta razão e pelas dificuldades operacionais desse controle, o dispositivo não oferecerá a proteção efetiva almejada em relação a potenciais perdas e sugere a supressão

completa do art. 4º. Em função desta sugestão, o escritório sugere a exclusão do inciso II do art. 25 que trata das limitações ao investimento no material didático.

S&A Advogados sugere que, ante tal imposição aos investidores e plataformas, deveria ser competência da CVM esse controle, utilizando para tal os dados cadastrais apresentados pelas plataformas.

Segundo Marco Poli, com a proteção do investidor em mente, o art. 4º deveria ter como princípio a construção de um portfólio diversificado, que deveria ser base de qualquer investimento em **start-ups**. De acordo com o participante, a imposição desse limite de investimento anual inviabilizará a construção de um portfólio amplo e diversificado o suficiente.

A diversificação dos investimentos em mais de duas dezenas de empresas é condição absolutamente fundamental para a obtenção de retorno num investimento de altíssimo risco em ativos ilíquidos, especialmente em **start-ups,** segundo a Angel Capital Association – ACA, dos EUA, cita o manifestante.

Nos dizeres de Marco Poli: "*Com um ou dois investimentos por ano, existe a quase certeza de que o investidor, que deveria ser protegido, vai perder todo o capital por ter seu risco concentrado em poucos ativos que têm, individualmente, grande probabilidade de perda*".

No mesmo sentido, CMCAP critica a Minuta por prover "*tratamento excessivamente prudencial da tutela do investidor, por vezes até paternalista*". Na visão da entidade, "*no contexto brasileiro, em que o mercado de investimentos de risco é de relativamente baixa atratividade (concorrendo com as taxas de remuneração quase irrecusáveis de títulos públicos e sucedâneos), poucas são as chances de prejuízo genérico em captações de poupança popular*".

CFA também entende que a introdução de regras tão estritas não contribuirá com o objetivo essencial da regra de expandir o acesso do público a este nicho de mercado.

A CVM entende que o valor mobiliário objeto das ofertas públicas realizadas por meio do **crowdfunding** de investimento possui riscos adicionais quando comparados a outros investimentos existentes no mercado de capitais e que demandariam uma qualificação do investidor.

Contudo, a própria natureza do **crowdfunding** não se coaduna com a exigência de qualificação, na medida em que se pressupõe que o financiamento será provido pela multidão, cada um contribuindo com um pouco.

A CVM respeitou a natureza do produto e não restringiu um valor mobiliário de uma sociedade empresária de pequeno porte, sem liquidez, a investidores qualificados. Contudo, o estabelecimento de limites individuais de investimento é uma regra de ouro para permitir essa flexibilização de inclusão de investidores não considerados qualificados e segue a lógica regulatória da ampla maioria dos países que já regulamentou o tema.

Dessa forma, o que se deve é discutir a forma pela qual essa limitação se dará. A CVM entende o comentário de Marco Poli, que expressou preocupação no sentido do limite dificultar a diversificação de portfólio, mas é possível diversificar os investimentos dentro do limite estabelecido ao alocar valores menores para cada projeto.

Ademais, caberá às plataformas educar os investidores de varejo, sendo que a diversificação de seu portfólio adequada irá requerer um tempo maior, dado que o limite tem aplicação em bases anuais. O que se busca, portanto, é evitar que um valor relevante da poupança do investidor de varejo seja alocada nessa classe de ativos, considerada mundialmente como de alto risco, o que não seria possível se os limites fossem estabelecidos por emissor/projeto investido.

Tendo isso em vista e considerando o momento de consolidação desse tipo de ofertas no Brasil, a CVM entende que é importante ter uma postura conservadora e não acatou os comentários recebidos. Relativamente ao comentário de Albino Advogados, a CVM não considerou a sugestão necessária, pois os sócios fundadores do empreendedor de pequeno porte não precisam participar de uma oferta pública para investir na sociedade, bastando fazer um aumento de capital.

3.10.2. Limite percentual do patrimônio líquido de investimento ou da renda bruta (art. 4º, III)

João Lima e Gabriel Dias sugerem ampliar para até 20% (vinte por cento) do maior dos dois valores por ano-calendário, argumentando que o limite legal aplicável nos descontos dos salários dos trabalhadores é de até o máximo de 30% da remuneração recebida para a contração de dívidas.

Portanto, não seria razoável, na visão dos participantes, que para a proteção do investidor se imponha uma limitação – mesmo no caso de investimentos considerados de risco – em percentual menor que o amplamente aceitável para a capacidade de endividamento. Observam que no endividamento haverá a incidência de juros, mas que no investimento de risco, no pior cenário, ocorrerá apenas a perda do montante investido.

A CVM entende que os parâmetros utilizados possuem fins bastante diferentes e não são comparáveis. O limite de contratação de dívidas de 30% citado pelos participantes é usualmente utilizado para a aquisição de bens, sobretudo imóveis, que são dados em garantia para os empréstimos solicitados. Além disso, em situações de dificuldade, os bens podem ser alienados com mais facilidade que um contrato de investimento coletivo ofertado publicamente por uma sociedade empresária de pequeno porte.

Dessa forma, a sugestão não foi acatada.

3.10.3. Definição de patrimônio líquido de investimento para fins do art. 4º, inciso III (art. 2º, IV)

CFA sugere que a definição da capacidade financeira para investimento seja mais abrangente, passando a incluir: (i) imóveis que sejam utilizados para fins de investimento como uma laje comercial, uma unidade em um condo-hotel, ou uma cota de um fundo imobiliário; e (ii) bens móveis, como pedras preciosas, metais, ouro físico ou ouro ativo financeiro, ou obras de arte. Ou seja, o instituto sugere que somente imóveis para fins de moradia pessoal sejam desconsiderados.

Veirano Advogados entende que seria mais adequada a utilização do conceito de "investimentos financeiros" neste inciso ao invés da expressão "patrimônio líquido de investimento", expressão não definida na regulamentação desta CVM até a presente data. O escritório recomenda a utilização do critério de "investimentos financeiros", que já é empregado na Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, de modo a evitar qualquer incerteza a respeito de seu significado.

Para Vieira Drigo a "*definição parece ser imprecisa e conter conceitos desnecessários*". Observa que não parece ser necessária a exclusão de coisas móveis e imóveis: "*como o critério irá limitar o montante que poderia ser investido, restrições indesejáveis ao pleno desenvolvimento desta modalidade de captação de recursos podem estar sendo impostas*". Vieira Drigo sugere excluir este item ou, se a CVM considerar necessária a sua manutenção, "*revê-lo de forma a torná-lo mais simples, claro e direto*".

A CVM não considerou pertinente a sugestão de se ampliar o conceito de patrimônio líquido de investimento de maneira a incluir imóveis adquiridos para investimento e bens móveis, tais como pedras preciosas e ouro. No entender da CVM, esses ativos não capturam a capacidade e o conhecimento do investidor em realizar investimentos nos mercados financeiro e de capitais e não devem ser considerados como parâmetro para medir o quanto investidor poderá alocar de recursos na oferta.

Contudo, a CVM entendeu pertinente o comentário do Veirano Advogados e decidiu não utilizar o termo patrimônio líquido de investimento, mas sim o critério de investimentos financeiros, já consagrado pela Instrução CVM nº 539, de 2013.

Nessa linha, o inciso IV do art. 2º da Minuta foi excluído e a redação do art. 4º, III, foi alterada para "cuja renda bruta anual ou investimentos financeiros sejam superiores a R$ 100.000,00 (cem mil reais), hipótese na qual o limite de investimento mencionado no **caput** pode ser ampliado para até 10% (dez por cento) do maior destes dois valores por ano-calendário".

3.10.4. Exigência de documentação comprobatória para permissão de aplicações acima do limite anual de R$ 10.000,00 (art. 4º, § único, II)

CFA, Equity, EqSeeed, Godke Silva, João Lima e Gabriel Dias, Veirano Advogados, Velozza & Girotto, e Vieira Drigo se opõem a obrigação imposta às plataformas de exigir documentação comprobatória de um investidor para confirmar que ele tem patrimônio líquido de investimento ou renda acima de R$ 100 mil.

Veirano Advogados observa que tal comprovação não é exigida dos investidores qualificados e profissionais nos termos da Instrução CVM nº 539, de 2013, bastando uma autodeclaração do investidor.

Equity enxerga no comando uma "*evidente restrição à liberdade individual de o investidor administrar seu patrimônio da forma como melhor lhe convenha, desde que não cause prejuízos a outras pessoas*". Os participantes não consideram factível esperar o cumprimento dessa exigência pelo investidor brasileiro que se sentiria constrangido em participar de uma oferta de **crowdfunding**.

Para Equity, se as plataformas forem forçadas a demandar apresentação de documentos pessoais por parte dos investidores, como seus saldos de investimentos e de conta-correntes (para comprovar o patrimônio líquido de investimento), ou a declaração de imposto de renda (para comprovar a renda bruta anual), sérios entraves à realização de investimentos em valor superior a dez mil reais ocorrerão.

Em adição, mesmo na hipótese não realista (na visão dos participantes) que os investidores venham a apresentar tais documentos, os custos e complexidades impostos para a criação de uma estrutura de verificação de todo este material para um grande número de investidores pelas plataformas chegaria a inviabilizar o modelo de **equity crowdfunding**.

EqSeed adverte que o resultado dessa exigência poderá ser um mercado em que só participem investidores qualificados ou investidores muito pequenos. EqSeed e Equity enfatizam que os investidores mais afetados por essa exigência, aqueles com patrimônio entre R$ 100 mil e R$ 1 milhão, são justamente os que fazem parte essencial do modelo de **crowdfunding** de investimento no Brasil, principalmente levando-se em consideração que o número de investidores qualificados no país é pequeno em comparação com economias mais desenvolvidas como os EUA, conforme dados da ANBIMA. Concluem que, na forma proposta na Minuta, a exigência afetará negativamente grande parte do mercado potencial, significativamente reduzindo seu crescimento.

Como solução para este problema, CFA, Equity, EqSeed, Godke Silva, Motta Fernandes, Stocche Forbes, e Veirano Advogados sugerem a adoção de uma autodeclaração personalizada a ser assinada pelo investidor.

Equity incluiu um modelo de autodeclaração na sua manifestação, que incluiria: (i) qualificação completa (nome completo, data de nascimento, documento de identidade, CPF e endereço); (ii) declaração do patrimônio ou renda em valores ou em faixas de valores em reais; e (iii) declaração explícita confirmando o limite anual de 10% de seu patrimônio/renda, e o compromisso de não ultrapassar este limite.

Acredita a Equity que com essa exigência formal, a qual não poderá ser cumprida por meio de simples aceite em **checkbox** eletrônico nas telas das plataformas, o investidor somente poderá autodeclarar a sua faixa de patrimônio ou renda com a devida atenção e ponderação, satisfazendo assim o objetivo da CVM. Stocche Forbes também apresentou uma minuta de autodeclaração na forma de anexo à Instrução.

CMCAP observa outras complexidades advindas da introdução deste comando, por exemplo, a comprovação da renda bruta anual de investidor não-residente, que não apresenta declaração de ajuste anual no país.

Na sua manifestação, a entidade enfatiza que não foi imposta na Minuta "*nenhuma penalidade ao investidor que, por qualquer forma, venha a omitir ou falsear informações relevantes sobre sua qualidade ou comportamento, o que seria profilático para evitar eventuais alegações de hipossuficiência*".

De modo similar à sugestão da Equity, CMCAP propõe mecanismos que induzam a decisão refletida e consciente pelo investidor e que podem substituir o uso de uma limitação genérica ao valor de investimento como apresentada na Minuta.

Uma possibilidade levantada pela CMCAP é que os termos de ciência de risco sejam acompanhados de declarações de veracidade das declarações prestadas, com os possíveis efeitos do art. 299 do Código Penal.

Velloza & Girotto também enfatiza que a prestação de declaração falsa em documento público ou particular configura conduta tipificada no art. 299 do Código Penal. CCA faz sugestão semelhante, no sentido que as plataformas possam notificar os investidores que a desonestidade na autodeclaração exime a plataforma, o emissor e os reguladores de responsabilidades sobre possíveis perdas no investimento.

Sugere, ainda, a CMCAP que o conjunto das declarações do investidor efetivo ou potencial (em especial, mas não apenas as dos arts. 4º, parágrafo único, III, e 19, IV) sejam instrumentadas em suporte físico e sujeitas a reconhecimento de firma do declarante.

Para tanto, poderiam ser empregadas as modalidades de reconhecimento por semelhança e, em especial, por autenticidade, que exige a presença do signatário frente ao oficial de tabelionato. CMCAP

pondera que tais mecanismos "*podem até ser considerados ultrapassados mas, ao demovê-lo da inércia ou impulsividade tão naturais nas ações realizadas pela internet, oferecem estímulos e incentivos para a decisão informada do investidor e consequências para ações que este afirme terem sido impulsivas ou viciadas de erro ou excessivamente onerosas*".

Conforme já mencionado em outros trechos deste relatório, a imposição de limites individuais é uma contrapartida ao regime flexível de dispensas concedidas pela norma. A CVM reconhece, contudo, que o **modus operandi** necessário para proceder às verificações dos limites não pode ser demasiadamente oneroso para as plataformas ou tampouco impor constrangimentos que possam afastar do investidor o interesse em investir em ofertas via **crowdfunding**.

Nessa linha, a CVM optou por permitir a autodeclaração, em que o investidor deverá, sob as penas da lei, informar que sua renda ou o montante de seus investimentos financeiros – o que for maior – é superior a R$ 100 mil, e que o montante do investimento não ultrapassa 10% do maior dos dois valores, considerando os valores já investidos em outras ofertas de **crowdfunding** de investimento no ano-calendário.

Dessa forma, foram inseridos à norma os Anexos 4-A e 4-B, contendo os modelos de declaração que os investidores que se enquadram nos incisos II e III do art. 4º da norma devem preencher e assinar.

Sobre o comentário de CMCAP, não se considerou conveniente inserir um comando para exigir a necessidade de reconhecimento de firma do investidor, cabendo às próprias plataformas determinar os procedimentos que irão seguir.

A CVM entende que é importante que as plataformas expliquem com detalhes os procedimentos necessários para o investidor aderir a uma oferta e reescreveu a alínea "a" do art. 25, que trata do material didático, para endereçar essa questão.

3.11. Procedimentos da oferta (art. 5º a 7º)

CMCAP critica a Minuta na sua tendência de "*consolidar situações já vivenciadas (neste curto espaço de tempo de desenvolvimento do investment-based crowdfunding) e, adicionalmente, endereçar soluções para problemas que ou a prática empresarial já resolveu ou o regulador pressupõe que podem vir a ocorrer*".

A análise da CMCAP concluiu que resultado prático dessa abordagem será um regramento caracterizado pelo "*imobilismo operacional da figura da plataforma*". Entende a participante que a Minuta acaba por tentar estabelecer, "*rigidamente e em definitivo, o fluxo de atividades e negócios desenvolvidos pela plataforma no presente estágio de desenvolvimento*".

CMCAP considera que cabe às partes envolvidas decidir sobre os procedimentos da oferta, no âmbito de sua livre manifestação de vontade, sem a introdução por via de norma de elementos obrigatórios que podem aumentar muito os custos em relação aos volumes captados, dificultar ou impedir o desenvolvimento desse mecanismo inovador.

A CVM entendeu pertinente o comentário do participante e promoveu diversas alterações nos dispositivos citados de maneira a tornar o procedimento operacional da oferta menos rígido e mais ajustável ao modelo de negócios de cada plataforma.

3.11.1. Oferta realizada por uma única plataforma (art. 5º, caput)

Albino Advogados sugere permissão para a condução da oferta de um mesmo emissor por mais de uma plataforma de eletrônica de investimento simultaneamente, de modo a ampliar a abrangência da oferta, levando-se em conta que a utilização de qualquer esforço de venda ou mesmo a utilização de material publicitário é vedada nos termos da Minuta.

CFA considera saudável para este mercado que seja permitida a atuação de um consórcio de plataformas. Conforme a sugestão do instituto, um contrato de consórcio, obrigatório de acordo com a norma, pode regular a atuação coordenada das plataformas, de forma que cada qual fica responsável pela aferição do **compliance** com todos os requisitos elencados na legislação, a exemplo do que já ocorre com os contratos de distribuição firmados na distribuição de valores mobiliários.

Não obstante o mérito da proposta, a CVM entende que há fluxos operacionais demasiadamente

complexos e diversas obrigações relevantes, como, por exemplo, a verificação dos limites impostos pela norma, os informes de início e encerramento da oferta e o relatório anual que congrega as estatísticas de cada oferta promovida pelas plataformas, para que uma oferta seja conduzida por mais de uma plataforma neste momento de consolidação do **investment-based crowdfunding** no Brasil. Portanto, a proposta não foi aceita, mas a questão pode ser reavaliada em uma futura revisão da norma.

3.11.2. Depósito em conta corrente bloqueada mantida em instituição financeira (art. 5º, § 1º)

Equity, EqSeed, Godke Silva, e Marco Poli se opõem a esta exigência por não haver no mercado financeiro nacional um produto bancário como a conta corrente bloqueada exigida pela Minuta que seja adequado à realidade de inúmeros investidores participando nas ofertas em plataformas digitais de **crowdfunding** e baixos valores monetários. A manutenção desta obrigatoriedade para a liquidação dos investimentos criará uma exigência impossível de ser cumprida para as plataformas de acordo com os participantes.

EqSeed esclarece que mesmo se fosse possível a oferta de tal conta por uma instituição financeira, esse produto teria um custo extremamente alto pela necessidade de lidar com um número elevado de pessoas.

Segundo a EqSeed, uma conta **escrow** geralmente lida com um número de transferências e clientes bastante limitado, por exemplo facilitando a transferência de recursos no momento da conclusão de uma transação de compra e venda de imóveis, ou detém fundos de vários clientes em um ambiente discricionário, ou seja, a instituição financeira permite o gerenciamento livre dos fundos na conta sob a instrução exclusiva do titular da conta, situações muito distintas de uma oferta de **crowdfunding**.

EqSeed também destaca que plataformas como a **Crowdcube** no Reino Unido ainda seguem o modelo que vem sendo utilizado no Brasil. Neste modelo, os contratos de investimento são vinculantes e os montantes são transferidos somente ao final da captação, caso a soma dos montantes relativos aos contratos assinados atinjam o valor alvo da captação.

Contratos vinculantes reduzem significativamente os riscos relacionados a esse mecanismo, portanto a agência reguladora do Reino Unido não exigiu contas bloqueadas em instituição financeira ou a transferência dos valores durante a captação.

EqSeed nota que essas regras apoiaram com êxito o desenvolvimento do mercado de **investment-based crowdfunding** no Reino Unido. Para a plataforma, a solução se encontra na permissão para a utilização de contratos de investimento vinculantes com um período de desistência curto contado a partir da manifestação do investidor.

As propostas encaminhadas por Equity, EqSeed, Godke Silva, e Motta Fernandes vão na linha que as plataformas possam implementar qualquer modelo comercial em que os montantes depositados pelos investidores fiquem segregados das contas da plataforma e das contas do empreendedor de pequeno porte antes do sucesso da oferta, seja com ou sem intermediário, e com intermediário instituição financeiro ou não, nos casos de arranjos de pagamentos, conforme os mesmos termos conceituados pelo Banco Central do Brasil.

CCA sugere que o governo brasileiro deveria estimular a criação de contas **escrow** alternativas que funcionem para fins de liquidação da oferta ou devolução dos montantes no âmbito das medidas direcionadas ao desenvolvimento de empresas de **FinTech**.

Stocche Forbes considera importante que a norma trate dos mecanismos de abertura e movimentação da conta vinculada, estipulando que depósitos devem ser realizados em uma conta corrente bloqueada a ser aberta em nome do empreendedor de pequeno porte, porém, movimentável exclusivamente pela plataforma. Conforme os termos da Minuta, a conta deve ser mantida em instituição financeira e segregada das contas do empreendedor de pequeno porte e da plataforma.

S&A Advogados externa preocupação com a vinculação de instituição financeira com uma atribuição específica imposta na Minuta, que poderá acarretar no aumento dos custos das ofertas "*posto que a tendência será que as instituições elevem o custo dos serviços que serão necessários para essas operações*".

Albino Advogados sugere também um aperfeiçoamento relativo a este tema nos requisitos para obtenção do registro de plataforma. O escritório propõe uma alteração no art. 13, § 1º, III, de modo que a plataforma deva assegurar que investimentos sejam efetuados de forma segregada e não se comuniquem com seu patrimônio da plataforma, mas incluindo os dizeres "*a qualquer tempo*", e no caso da transferência para o empreendedor de pequeno porte, sejam adicionados os dizeres "*antes de liquidada a oferta*".

A CVM, em linha com o item 3.3, optou por uma redação mais principiológica e acatou a proposta de EqSeed, Equity, Godke Silva, Albino e Motta Fernandes no sentido de que as plataformas possam estabelecer o modelo comercial que lhes seja mais conveniente, desde que os montantes eventualmente transferidos pelos investidores fiquem segregados das contas da plataforma a todo tempo, e das contas do emissor até o fechamento com sucesso da oferta, sendo permitida, inclusive, a utilização de instituições e arranjos de pagamento.

Nesse sentido, a redação do art. 5º, inciso V, §§ 1º e 2º, e do art. 13, § 1, III, foi alterada para refletir esse posicionamento.

3.11.3. Prazo para realização do depósito (art. 5º, IV)

Baptista Luz entende que seria mais razoável um prazo de, pelo menos, 15 (quinze) dias úteis. O prazo de 5 (cinco) dias úteis para a realização do depósito constante da Minuta é muito exíguo de acordo com o participante, e introduz um risco de perda do prazo em função de eventual impossibilidade de acesso do investidor ao seu sistema de transações bancárias por razões operacionais alheias às suas vontades. A perda do prazo por parte de alguns investidores pode inclusive ameaçar o sucesso de uma oferta cuja captação se situe muito próxima ao valor alvo, alerta o Baptista Luz.

Motta Fernandes também considera o prazo inadequado, mesmo se houver a adoção de meios alternativos de pagamento discutidos no item 3.11.2. A adoção de um prazo entre 15 e 30 dias após o encerramento da oferta é proposta.

EqSeed também destaca que o prazo estipulado para a transferência dos valores não é realístico, e tampouco necessário, não vislumbrando a participante as razões de proteção ao investidor que justifiquem a imposição de um prazo tão restrito.

A plataforma chama a atenção para o fato que muitos investidores em potencial têm seus recursos aplicados em produtos que pagam juros mensalmente, em que resgates devem ser solicitados com ampla antecedência para que não se incorra em multa e perda de juros acumulados. A EqSeed propõe que não seja fixado um prazo, ou, caso a CVM considere imprescindível a imposição de um limite, que este seja fixado em 30 dias.

José Melman aconselha que o investidor tenha a opção de aportar o montante desejado no momento da adesão à oferta. O participante entende que essa permissão seria relevante especialmente em ofertas "*propensas a receber valores mais baixos de cada investidor, que talvez atinjam camadas da sociedade com menor hábito de investimento e que talvez possam ter recursos para investir na data da adesão, mas não necessariamente na data da chamada. Caso a oferta não tivesse sucesso, o valor seria integralmente devolvido ao investidor, que informaria seus dados bancários para caso de devolução*".

EqSeed também sugere que seja permitida, mas não obrigatória, a transferência dos valores, durante a oferta, observados os requisitos que os montantes investidos devem ficar apartados das contas da plataforma o tempo todo, bem como separados das contas do empreendedor, antes que a oferta receba pedidos de investimento vinculantes que somem o valor alvo da captação.

Veirano Advogados propõe, em combinação com a sugestão apresentada no item 3.3, que o investidor que manifestar sua intenção de investir em uma oferta deverá depositar as quantias correspondentes em até 5 (cinco) dias úteis, ou até a data de encerramento de oferta, o que ocorrer antes, sob pena da caducidade de sua intenção de investimento.

Lima e Falcão propõe o prazo de 48 (quarenta e oito) horas após a comunicação da plataforma sobre a conclusão com sucesso da oferta, conforme as propostas apresentadas pelo escritório comentadas no item 3.3 deste relatório.

VBSO comenta que cabe somente ao empreendedor de pequeno porte definir qual o momento adequado para que os investidores procedam aos depósitos das quantias que intencionaram, sugere que a declaração do sucesso da oferta seja prerrogativa do empreendedor, com a devida comunicação à plataforma.

Em linha com os itens 3.3 e 3.11.2, as plataformas poderão estabelecer suas políticas livremente para normatizar o prazo de envio dos montantes pelos investidores, desde que fiquem segregados das contas da plataforma e das contas do emissor até o fechamento com sucesso da oferta.

Em relação ao comentário do VBSO, a CVM considera que não deve caber ao emissor de pequeno porte a definição do momento adequado para receber os recursos reservados pelos investidores, mas sim às plataformas, que têm a função de **gatekeeper** para assegurar que os

comandos da norma estejam sendo seguidos da maneira adequada.

3.11.4. Declaração do sucesso da oferta e abertura do lote adicional (art. 5º, III e IV)

CFA ressalta um aspecto relacionado à condição imposta na Minuta para abertura de lotes adicionais (as manifestações devem atingir 100% do montante proposto para captação). O participante chama a atenção para o fato que é relativamente comum que o empreendedor busque outros investidores (como, por exemplo, investidores de maior porte e qualificação, como fundos de **venture capital** ou investidores-anjo).

Portanto, conclui o CFA, o gerenciamento do montante real a ser captado num dado momento, pela via da plataforma, depende do compromisso real de toda a gama de investidores. O CFA propõe a inclusão de § 4º permitindo que, para fins de abertura do lote adicional e declaração do sucesso da oferta, possam ser computados os valores captados pelo empreendedor fora da plataforma por meio de ofertas privadas, as quais devem ser devidamente evidenciadas para a plataforma pelo empreendedor.

Mauro Matos observa que alguns pontos não ficaram claros na redação da Minuta. O participante questiona se, com a abertura de lote adicional, a plataforma poderá iniciar novo prazo de captação, ou se será exigido que o lote adicional seja integralmente colocado dentro do prazo original da oferta. O participante pergunta também se o lote adicional deve ser tratado como um valor alvo, ou seja, se não for completamente colocado, os recursos devem ser retornados para os investidores.

Os comentários perderam o objeto em função da admissão da oferta contemplar um intervalo mínimo e máximo para o valor alvo de captação e da exclusão do lote adicional. Em relação ao comentário do CFA sobre computar outras ofertas realizadas fora da plataforma, a CVM entendeu que a proposta não é válida e não se coaduna com a **modus operandi** do **crowdfunding** e tampouco com transparência necessária para a condução de ofertas públicas dispensadas de registro.

3.11.5. Suspensão ou cancelamento de oferta em curso (arts. 6º, 7º e 19, V)

CMCAP considera que a concisão empregada na redação dos artigos enseja diversos questionamentos em relação a este tópico que surgirão durante a implementação da nova norma. A entidade encaminhou as seguintes perguntas em relação à aplicação e interpretação do art. 6º:

"*Não se tem absoluta clareza se os destinatários dessa sanção são a plataforma, o emissor ou ambos solidariamente, mesmo porque não se identificam quais seriam as 'condições diversas das constantes da presente instrução' em que a oferta estaria se realizando.*

Dado o prazo de até trinta dias para saneamento do vício, o que deve ocorrer se ele tiver sido sanado em período menor, mas não haja manifestação da CVM dentro do prazo que venha a ser estipulado? Nesta hipótese, mantém-se a suspensão, incide cancelamento automático ou a oferta é retomada por deferimento automático? A quais prazos a CVM está vinculada? É cabível o pedido de extensão de prazos, ou são irrecorríveis? Há recursos das decisões da SRE e, em caso positivo, a qual órgão ou autoridade? Qual é a extensão da gravidade das informações ou documentação que ensejará a suspensão?

Haverá formulação de exigências ou diligências aos termos da oferta que não implique necessariamente sua suspensão, ou prazos diferenciados para tais casos? Qual o mecanismo do processo administrativo que regerá tais situações? Quais serão as oportunidades de formulação da defesa pelo emissor ou pela plataforma? Terceiros estarão sujeitos a sanções da CVM caso tenham dado algum tipo de causa para a suspensão ou cancelamento?

A plataforma tem legitimidade para, de ofício e sem intervenção da CVM, suspender ou cancelar ofertas que veicule? Se ao vício tiver dado causa o emissor, por vício das informações constantes da documentação, cabe à plataforma comunicar esse fato à CVM ou apenas solicitar ao emissor que faça as correções necessárias? A suspensão se dará apenas em verificação de ofício pela SRE ou mediante denúncia da plataforma ou de terceiros?

A interpretação equivocada pela plataforma (no critério da CVM) das informações apresentadas pelo emissor é caso de suspensão tendo como destinatário a plataforma ou o emissor? Se regras a que estão sujeitas a plataforma forem violadas em prejuízo do emissor, caberá denúncia à CVM e suspensão da emissão por motivo a que não deu causa?".

Em relação ao art. 7º, em razão da sugestão para que a CVM disponibilize na internet página informativa referente a tais ofertas, CMCAP sugere que deveria ser requerido também o "*envio dessa informação à CVM (que seria dispensável se, tal como em situações de que tratam as perguntas exemplificativas, se a suspensão ou cancelamento tiver origem na própria CVM)*".

Os dispositivos em questão são idênticos aos aplicáveis às ofertas públicas tradicionais e vêm sendo utilizados há muitos anos pela CVM no tratamento de situações que ensejam a suspensão de ofertas, havendo, portanto, vasto registro da forma de sua utilização pela Comissão.

As perguntas feitas pela participante podem ser respondidas ao se consultar os casos de suspensão levados a efeito pela Autarquia nos últimos anos. Não obstante, a CVM entendeu conveniente esclarecer os seguintes pontos:

(i) o destinatário dos comandos é a plataforma que, na condição de intermediária da oferta, deverá proceder à suspensão da oferta que corre no seu ambiente eletrônico;

(ii) a oferta deve ficar suspensa até a correção do problema e pode ser retomada após a anuência da CVM;

(iii) a plataforma tem plena autonomia e legitimidade para suspender e cancelar ofertas que estejam tramitando em seu ambiente virtual, sendo este inclusive um dever nas hipóteses constantes do art. 19,V;

(iv) caso o motivo que enseja a iniciativa da plataforma de suspender ou cancelar uma oferta seja uma informação equivocada do emissor, a plataforma deve corrigi-la, destacar o fato, dar ciência e a oportunidade de desistência aos investidores que já aderiram à oferta, conforme o novo § 3º ao art. 7º.

(v) como se trata de uma oferta dispensada de registro pela CVM, não haverá uma análise prévia por parte da CVM e, dessa forma, as plataformas não devem esperar ofícios da Comissão com a formulação de exigências para a adequação do regime informacional da oferta; e

(vi) as decisões das superintendências são passíveis de recurso ao Colegiado da CVM.

4.Informações essenciais, divulgação e material publicitário sobre a oferta pública (arts. 8º, 9º, 18, 28, I a IV, e Anexo 8)

4.1. Acesso irrestrito às informações da oferta para o público em geral

Benzecry e Pitta parabeniza a iniciativa da CVM de "*elencar e sugerir o rol de informações essenciais de fornecimento obrigatório aos investidores antes de tomarem sua decisão de investimento, buscando padronizar o formato e conteúdo dos dados apresentados a respeito das ofertas públicas de valores mobiliários de diversos empreendedores de pequenos portes*".

No entendimento do Benzecry e Pitta a "*iniciativa garante que as principais características da oferta e os seus riscos sejam divulgados de forma clara e objetiva, estando a informação acessível ao público em geral, e permitindo, inclusive, a comparabilidade entre propostas de ofertas em andamento nas diversas plataformas eletrônicas de investimento participativo*".

Equity e Godke & Silva propõem que os dizeres "sem restrições de acesso para o público em geral" sejam retirados do texto da regulamentação proposta. A associação declara que "*é um dos pontos mais preocupantes do Edital, pois, se aprovado desta forma, irá certamente afastar das plataformas as melhores oportunidades de investimento. A razão é muito simples: todo fundador de empresa inovadora tem enorme receio em compartilhar informações estratégicas do seu negócio com pessoas desconhecidas*".

Nas palavras da Equity: "*Entendemos que o princípio que norteia a regulamentação do mercado de capitais deva ser o de* ***full disclosure****. Não entendemos, todavia, que o acesso deva ser irrestrito a todos que queiram ter acesso às informações disponibilizadas pelos emissores no decorrer da oferta pública. Assim, gostaríamos de restringir o acesso às informações aos potenciais investidores que demonstrem verdadeira intenção de investir em decorrência de cadastro prévio*".

Godke & Silva acha que seria plenamente razoável que o acesso a essas informações seja limitado a usuários devidamente cadastrados na plataforma. As informações essenciais da oferta estariam disponíveis somente em ambiente de acesso restrito mediante validação de **login** e senha, já que o investimento somente poderá se realizar após a autenticação do usuário na plataforma. Uma vez liberado o acesso, o investidor teria **full disclosure** dos materiais da oferta.

CCA sugere seja suprimida a exigência que todos os materiais sejam de livre acesso pelo público em geral e que investidores em potencial devam se registrar na plataforma antes de acessar os materiais da oferta. O proponente opina que a prevenção contra a lavagem de dinheiro se beneficiaria da imposição deste requisito.

EqSeed sugere a supressão da exigência que as informações do empreendedor de pequeno porte fiquem permanente e completamente abertas para acesso **online** pelo público em geral. Segundo a EqSeed, tal abertura não reflete a realidade comercial da operação de uma plataforma de **investment-based crowdfunding** e torna o negócio inviável. No entender da participante, é imperativo permitir, no mínimo, que as plataformas exijam informações básicas de contato dos seus investidores, como nome e email, para dar acesso às ofertas publicadas na plataforma.

EqSeed esclarece que a construção de uma base de clientes, requer informações destes para a realização de contato direto. A participante não vislumbra como será possível construir uma base de investidores e, portanto, um negócio sustentável, sem a capacidade de obter informações básicas verificáveis de contato das pessoas interessadas. EqSeed inclusive questiona se a ausência destas informações não iria contra as próprias necessidades da CVM para o devido monitoramente deste mercado.

Para a EqSeed é especialmente importante observar que, de forma consistente com as melhores práticas do mercado mundial, e de modo imperativo para a segurança jurídica da plataforma, os investidores tenham que aceitar os termos de uso, bem como os fatores de risco da plataforma, antes de ter acesso às ofertas disponíveis no site. Godke Silva tem o mesmo entendimento.

Na opinião do CFA, as exigências contidas no Anexo 8 devem ter também um caráter restrito aos participantes da oferta, e não a abertura para o público em geral. Conforme o participante, "*em outras jurisdições, onde a regulação deste tipo de oferta já se consolidou, prevalece a forma em que as informações não são fornecidas ao público, mas que proporciona algum nível de confidencialidade que permita ao empreendedor proteger dados estratégicos*".

Tozzini Freire opina que, no contexto das ofertas de **equity crowdfunding**, o conceito de **full disclosure**, central nas demais ofertas públicas, precisa ser relativizado, pois empreendedores precisam

proteger suas ideias, segredos industriais, planos estratégicos, tecnologias e modelo de negócios da reprodução por concorrentes.

Tozzini Freire propõe a retirada da expressão "sem restrições de acesso para o público em geral", e que seja concedida permissão para as plataformas disponibilizarem as ofertas para um público previamente selecionado. O escritório também observa que o direcionamento da oferta conforme o perfil ou manifestação de interesse dos usuários cadastrados é um procedimento que está de acordo com o conceito de verificação da adequação do investimento ao perfil do investidor (**suitability**) presente na regulamentação da CVM.

Equity também propõe que o empreendedor de pequeno porte possa selecionar dentre os investidores cadastrados na plataforma quais poderão ter acesso às informações da oferta. Tal proposta também é apresentada por Motta Fernandes.

De acordo com o escritório, "*as plataformas, atualmente, trabalham com modalidades de investimento públicas e privadas. As públicas são destinadas a qualquer pessoa que acesse o ambiente, já as privadas, apenas para potenciais investidores pré-selecionados e que possam ser escolhidos previamente pelos empreendedores. A modalidade privada ocorre de forma estratégica para empresas que possuem modelo de negócio disruptivo e que consideram não ser interessante disponibilizar ao público de forma irrestrita todas as informações essenciais sobre a oferta*".

O escritório conclui que ao mesmo tempo em que o empreendedor precisa divulgar para o maior número possível de potenciais investidores, essa divulgação pode ser considerada pela CVM como uma oferta pública de investimentos. No entanto, o que se propõe é a possibilidade do empreendedor apresentar a oportunidade de investimento para inúmeras pessoas, desde que ele tenha controle de quem acessa os detalhes da oferta (risco de seleção adversa).

Baptista Luz aventa a possibilidade da CVM considerar que o emissor de **crowdfunding** possa realizar uma oferta com esforços restritos, incluindo requisitos como um número máximo de investidores para quem deverão ser divulgadas as informações estratégicas do projeto, caso a divulgação indiscriminada ao público em geral possa comprometer o sucesso do projeto.

CMCAP traz à discussão pontos relevantes sobre a natureza pública ou privada da oferta. Para a entidade, a norma deve especificar situações que podem ser consideradas para obtenção de dispensas

específicas por descaracterizar a publicidade da oferta, com o conseqüente afastamento da incidência das regras veiculadas na Minuta, de modo que se estabeleça um regime claro para definição de ofertas privadas subsequentes.

Dentre os exemplos de situações que caracterizariam a oferta como privada, a CMCAP cita: (i) a não utilização da internet como meio de veiculação da oferta; e (ii) a veiculação em áreas específicas e de acesso restrito em plataformas a investidores previamente selecionados ou cadastrados.

CMCAP expressa preocupação em relação ao fato de que para empresas iniciantes, especialmente as que pretendem introduzir produtos ou serviços com caráter inovador ou inédito, as exigências constantes da Minuta relativas à divulgação generalizada do modelo de negócios, faturamento, projeções comerciais e várias outras informações de caráter reservado e estratégico para o negócio nascente serão desestimulantes. CMCAP vislumbra aqui possíveis empecilhos ao desenvolvimento deste mercado.

O participante Marco Poli expressa preocupação pela Minuta "*regular diferentes tipos de veículos online, agrupando todos os veículos de disseminação de investimento disponíveis na internet sob o mesmo tipo, coisa que já hoje não acontece. Plataformas abertas e fechadas existem, as últimas servindo de agrupamento como meio de comunicação de comunidades fechadas de investidores que vêem na internet uma forma mais fácil e ágil de terem suas informações e oportunidades difundidas. Nessa categoria temos players internacionais que são utilizados por grupos de investidores locais, como Gust e Proseeder, e* ***sites*** *locais como o Dealmatch. Tais plataformas necessitam ser excluídas expressamente do conceito de Equity Crowdfunding, pois são restritas a membros cadastrados e selecionados, não ficando abertas a qualquer indivíduo*".

Essa questão é uma das mais relevantes discussões sobre a norma. O **crowdfunding**, na sua própria acepção, é o financiamento pela multidão, isto é, muitas pessoas contribuindo com valores pequenos com o intuito de viabilizar a realização de um projeto ou um empreendimento.

É essa lógica que permite alçar o **crowdfunding** de investimento a uma alternativa para os financiamentos típicos do sistema bancário, que usualmente não oferecem linhas adequadas às sociedades empresárias de pequeno porte, e até mesmo para o financiamento junto a investidores anjo ou fundos de investimento de **venture capital**, em que o empreendedor possui margens mais estreitas

para negociação.

Não parece, assim, que a estratégia mais apropriada seja restringir a oferta a eventuais grupos de investidores, pois o sucesso do financiamento pela multidão pressupõe que ela deve ter acesso à oferta.

Outros fatores importantes para justificar que a oferta pública fique irrestrita ao público são: (i) a possibilidade dos usuários da plataforma interagirem e analisarem conjuntamente a oportunidade de negócio que está sendo oferecida, conhecido pelo termo "**wisdom of the crowd**"; e (ii) a própria fiscalização a ser realizada pelo regulador e pelo próprio mercado em relação ao regime informacional da oferta, tendo em vista que tais ofertas são dispensadas de registro e não são previamente analisadas pela CVM.

É fundamental, por outro lado, que as plataformas tenham o cadastro dos investidores que desejam contribuir com uma oferta, pois a plataforma deverá identificá-lo e coletar informações básicas sobre ele, conforme determina a Minuta, o que irá permitir que ela construa uma relação com um novo cliente de seus serviços.

Não se deve confundir, portanto, o fato de as ofertas estarem abertas ao público com a identificação necessária daqueles que desejam dar o passo seguinte, isto é, efetivamente investir naquela oferta pública.

Contudo, a CVM é sensível aos argumentos trazidos no tocante à possível seleção adversa, que poderia afastar do mecanismo de **crowdfunding** aqueles empreendedores que representam boas oportunidades de investimento, mas que não desejam dar ampla publicidade aos seus projetos e empreendimentos, inclusive a potenciais concorrentes.

Poder-se-ia argumentar que isso também se aplica às ofertas de valores mobiliários tradicionais, mas não é possível fazer tal equiparação. A principal razão é porque as ofertas de valores mobiliários tradicionais usualmente envolvem emissores já constituídos e estabelecidos nos seus respectivos

ramos de negócio e que, não raramente, representam marcas conhecidas do público investidor.

Isso não ocorre, contudo, no caso das sociedades empresárias de pequeno porte, que são os destinatários dessa norma. Esses empreendedores estão em seus estágios iniciais de desenvolvimento, muitas vezes ainda na fase de teste de protótipo ou validação de seus produtos e modelo de negócio. Neste caso, certamente a confidencialidade de determinadas informações é um bem muito mais valioso.

A discussão sobre esse tema fez a CVM optar pela mesma abordagem de outros pontos da norma e deixar a definição do grau de abertura das informações a cargo da plataforma. Assim, as plataformas poderão escolher se deixarão as informações públicas para todo e qualquer usuário da Internet, disponíveis para aqueles investidores já cadastrados na plataforma ou, ainda, disponíveis para determinados grupos de investidores dentro de sua base cadastral, em função de características como o interesse por um ramo específico de negócio, por exemplo.

Em relação aos comentários de Marco Poli, é importante destacar que o fato de uma oferta estar sendo veiculada no ambiente restrito de uma determinada plataforma não a descaracteriza como pública. A oferta ainda continua sendo direcionada aos investidores dentro do ambiente da plataforma, funcionando como uma lista de distribuição.

Vale destacar, ainda em relação às observações de Marco Poli, que as plataformas mencionadas em seu comentário aceitam a interposição de inscrição de pessoas pela rede mundial de computadores e isso é um fator que pode levar a CVM a configurar uma oferta como pública, assim como o número de pessoas a quem ela foi apresentada e sua forma de veiculação.

Assim, vale mencionar que as seguintes características afastam a atividade dessas plataformas da regulamentação do **crowdfunding** de investimento: (i) a não cobrança de taxas sobre a colocação da oferta ou relacionadas ao desempenho do investimento; (ii) a existência de procedimentos estabelecidos e passíveis de verificação sobre os critérios de aceitação de seus membros; e (iii) as oportunidades de investimento específicas e seus detalhes não estarem acessíveis ao público em geral.

Não se considerou conveniente estipular um número a partir do qual a Autarquia reconheceria a oferta como pública, devendo a configuração em cada caso concreto ser analisada tendo em vista o art. 3º da Instrução CVM nº 400, de 2003, o Parecer de Orientação nº 32, bem como os precedentes já editados pela CVM.

4.2. Materiais da oferta (Anexo 8)

4.2.1. Considerações gerais

CFA comenta que a forma proposta, bem como o conteúdo exigido no Anexo 8, podem não ser adequados. O participante sugere a adoção de conceitos financeiros mais inteligíveis ao homem médio, já que a expectativa é a participação de investidores de varejo e com menor qualificação.

Uma lâmina de uma página contendo as principais informações sobre a oferta e o empreendimento, em forma e conteúdo de fácil assimilação, é sugerida pelo CFA. Para tal, deveriam ser especificados em lista sucinta quais os documentos devem ser apresentados pelo empreendedor e a plataforma, de forma que se possibilite de forma simples a comparabilidade dos dados fornecidos, propõe o participante.

CFA critica o excesso de detalhamento do Anexo 8 da Minuta, que não parece proporcional aos benefícios que se objetivam para o investidor típico destas ofertas. O CFA também considera excessivo e limitante o requerimento de um formato padrão para a proposta de investimento (**pitch**). O participante não enxerga prejuízo de transparência para o potencial investidor ao se conceder maior flexibilidade para esse material.

Finalmente, o CFA propõe a adição ao documento de um questionário de perfil de risco do investidor, dado o alto risco do investimento em emissores de pequeno porte.

Equity também considera que o formato proposto no Anexo 8 não parece adequado para as ofertas de pequeno valor. A associação menciona que, de acordo com as estimativas das plataformas associadas, o documento a ser preparado com base no Anexo 8 da Minuta poderá alcançar o tamanho de

80 páginas, o que parece ser desproporcional às necessidades e aos custos que os empreendedores de pequeno porte possam arcar.

Equity ressalta que não há dúvidas quanto às informações exigidas no Anexo 8 visarem o **full disclosure** e que sua disponibilização para os investidores é relevante para a tomada de decisões de investimento. No entanto, a associação busca uma melhor solução para o formato desse material. A Equity acredita que se o documento for demasiadamente longo, como o proposto na Minuta, a eficácia imaginada poderá não se materializar e há grande chance de os investidores não tomarem conhecimento de todo o seu conteúdo. A associação conclui que um documento mais curto será mais benéfico.

Equity propõe que a apresentação de informações das ofertas (Materiais da Oferta) seja feita com base em 3 pilares principais: (i) informações comerciais da emissora (**pitch**); (ii) Anexo 8 (lâmina de informações essenciais padronizada); e (iii) pacote de documentos jurídicos. A Associação acredita que estes materiais atendem as necessidades de transparência, mas de maneira mais útil e flexível do que foi proposto na Minuta.

De acordo com Equity, as informações comerciais constantes da proposta do emissor (**pitch**) seriam disponibilizadas na forma de uma apresentação, de página de informação na internet, ou ainda em forma de vídeo a ser disponibilizado na página da oferta na plataforma. Tais materiais seriam elaborados em formato comercial e seriam individuais, sendo disponibilizados na plataforma ou pelo emissor. Todas as informações sobre o plano de negócios, o mercado do emissor e o seu histórico empresarial fariam parte do **pitch**. A Equity menciona que essa é a prática padrão no mercado global de investimento em **start-ups** e empresas emergentes para a comunicação da história e da visão comercial do emissor para os investidores potenciais.

Na proposta da Equity, o documento do Anexo 8 seria reduzido em tamanho, sem as informações comerciais que foram disponibilizadas no **pitch**, mas mantendo as informações essenciais da oferta, incluindo aspectos legais, os valores mobiliários a serem ofertados, os fatores de risco e outros. As informações seriam disponibilizadas em formato padrão, o que permitirá a análise pelos investidores, bem como a comparação com outras oportunidades de investimento independentemente da plataforma.

O terceiro grupo de materiais seria um pacote de documentos, com função de apresentar informações de cunho jurídico sobre o emissor e a oferta como, por exemplo, a cópia do contrato social do emissor, as certidões emitidas para comprovar as informações do Anexo 8, etc.

A Equity solicita que essa proposta seja considerada em conjunto com a manifestação da associação em relação ao artigo 19 da Minuta, por entender que as informações constantes desses materiais devem ser da responsabilidade exclusiva do emissor, uma vez que as plataformas não têm como verificar as informações comerciais ou serem responsáveis por sua veracidade (ver item 6.1). Equity incluiu uma versão revisada do Anexo 8, destacando os materiais a serem incluídos em cada uma das três partes dos Materiais da Oferta.

Luís Melo sugere "*fornecer, no portal "TRANSPARÊNCIA" da página, por meio da transparência ativa à que se refere a Lei de Acesso à Informação (Lei 12.527/2011), informações relativas à governança corporativa adotada, bem como quanto à Segurança da Informação*".

A CVM considerou as sugestões parcialmente pertinentes e realizou alterações para tornar o Anexo 8 mais objetivo. Nesse sentido, foi aceita a sugestão da Equity para retirar do Anexo 8 os documentos jurídicos e criar um pacote de documentos que congregará o contrato ou estatuto social, certidões e outros relevantes para o investidor.

Adicionalmente, considerando o comentário de que o anexo ficaria muito extenso, optou-se por retirar a seção 8, que tratava dos fatores de risco. A decisão da CVM leva em conta o fato de que as seções anteriores já trazem alertas sobre os riscos considerados mais relevantes pela Autarquia, bem como informações sobre potenciais conflitos de interesses, tornando a seção 8 uma narrativa em tese de possíveis riscos de natureza macroeconômica e muitas vezes elaborada com o viés de proteger juridicamente o emissor.

A CVM optou por permitir a elaboração das informações da emissora em formatos alternativos, como apresentações e vídeos, mas não retirou a seção 2 do Anexo 8. A decisão busca manter a padronização das informações comerciais consideradas relevantes pela Autarquia, bem como para servir de âncora para os demais materiais comerciais a serem produzidos, que deverão ser consistentes com os apresentados no Anexo 8.

Será necessário, ainda, que as plataformas mantenham tais materiais arquivados por 5 (cinco)

anos, conforme art. 38. Nesse sentido, a CVM alerta que mesmo as apresentações e vídeos que fiquem disponíveis fora do ambiente eletrônico da plataforma (YouTube, por exemplo) estão contemplados na regra geral de arquivamento, devendo ser mantida cópia do material.

A CVM não considerou pertinente a sugestão do CFA de realizar um questionário de perfil de risco, tendo em vista que as plataformas estão dispensadas do dever de verificação da adequação dos valores mobiliários ao perfil do cliente e que todos os riscos estarão bem definidos na seção 6 do Anexo 8.

4.2.2. Informações sobre a sociedade empresária de pequeno porte (Anexo 8, seção 1)

CFA sugere a inclusão de alínea contendo informações sobre a remuneração dos administradores da empresa, contendo um histórico dos 3 (três) últimos anos e a remuneração global do exercício corrente. Na proposta do participante, o demonstrativo da remuneração apresenta as parcelas de remuneração fixa e variável. CFA também sugere a adição de outra alínea em que seriam fornecidas informações sobre as atividades remuneradas exercidas pelos administradores da empresa adicionais ao empreendimento cujos valores mobiliários são ofertados através desta oferta.

Não obstante o mérito da sugestão, a CVM considerou que ela agregaria mais complexidade para o regime informacional da sociedade empresária de pequeno porte e não deveria ser acatada nesse primeiro momento do **crowdfunding** de investimento no Brasil. A Autarquia poderá rever sua decisão em futuras revisões da norma, especialmente se forem verificadas situações de abuso por parte dos administradores.

4.2.3. Informações sobre o plano de negócios (Anexo 8, seção 2)

Baptista Luz entende que a seção 2 deve somente apresentar informações de cunho geral sobre as atividades do emissor. O escritório teme que a divulgação obrigatória de determinadas informações estratégicas possa reduzir a própria atratividade do **crowdfunding,** pois acredita que os projetos dos emissores, na maioria dos casos, têm mais valor do que a própria captação. Assim, Baptista Luz propõe que sejam excluídos os itens: público alvo do negócio, região de atuação, propósito da oferta, e faturamentos mensal e anual estimados.

VBSO propõe melhorias na alínea "f" por considerar que "*um dos elementos essenciais para a tomada de decisão de possíveis investidores no âmbito de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários é a informação, transparente e detalhada, a respeito da destinação e da forma de uso dos recursos captados*". O escritório sugere que sejam exigidos o detalhamento e a transparência adequados sobre a destinação dos recursos captados, adotando-se naquilo que for aplicável, os termos do item 3.5 e seguintes do Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 2003.

CFA sugere o aperfeiçoamento da redação da alínea "i" de modo que seja apresentada uma estimativa de faturamento anual compreendendo, no mínimo, os próximos 5 anos. O participante também contribui com a proposta de adição de uma alínea requerendo apresentação dos indicadores operacionais importantes para o segmento da empresa com a devida justificativa de sua relevância.

IBRI propõe que seja incluída alínea com uma descrição dos canais de distribuição do produto ou serviço do emissor. Solicita, ainda, o participante, uma definição para o termo "relevantes" empregada na alínea "h".

A inclusão das informações comerciais (histórico do negócio, plano de negócios, informações sobre o seu mercado, etc.) do empreendedor de pequeno porte na forma padronizada do anexo 8, seção 2, cria dois problemas graves na visão da EqSeed. Em primeiro lugar, a inclusão dessas informações no formato do Anexo 8 elimina o direito do empreendedor de pequeno porte de apresentar seus negócios de uma forma única e do modo que melhor comunica a proposta comercial da empresa (**pitch**) (ver também comentários no item 4.2.1).

Em segundo lugar, a EqSeed observa que a redação da Minuta, ao incluir tais informações no conteúdo do Anexo 8, torna a plataforma responsável por confirmar que as informações no documento

são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, conforme os comentários ao art. 19 da Minuta (ver item 6.1). Assim, a EqSeed apoia a proposta de que o material comercial do empreendedor de pequeno porte deva ser apresentado em outro documento e com as flexibilidades necessárias (ver item 4.2.1).

Não se considerou conveniente a proposta do IBRI para a inclusão de uma nova alínea e o termo relevante busca capturar outros aspectos que são importantes para a reflexão do investidor no momento de realizar a sua decisão de investir.

A proposta do CFA foi considerada pertinente e foi incluída para padronizar essa informação. Em relação à proposta do VBSO, a Comissão avalia que a seção 2, alínea "f" já atinge o objetivo sugerido pelo participante. Sobre o comentário da EqSeed, ver itens 4.2.1 e 6.1.

4.2.4. Condições em que se dará a conversão e o método de avaliação da sociedade empresária de pequeno porte (Anexo 8, seção 3, alínea "c")

CFA sugere aperfeiçoamento da redação da alínea de modo que seja obrigatoriamente indicada pelo emissor a fração mínima do capital social da empresa que caberá aos investidores após a conversão.

Conforme as manifestações da Equity e do Godke Silva, a avaliação do preço da emissão é subjetivo e resulta da aplicação de várias técnicas. A determinação do preço da oferta não é uma ciência exata, mas sim uma decisão comercial do empreendedor de pequeno porte de acordo com a associação. Segundo Equity, o empreendedor é que decide pelo ponto de equilíbrio entre a maior avaliação possível e a probabilidade de sucesso da oferta.

Para a Equity, "*não é possível destacar o método usado de maneira objetiva no anexo 8. As plataformas funcionam como* ***marketplace*** *e não haverá garantias que atrairão investidores. A avaliação é um grande fator a ser levado em consideração pelo investidor na hora que decide aportar ou não os recursos solicitados. Mas não nos parece que cabe ao emissor justificar a avaliação da maneira proposta*".

Equity também pondera que para um dado investidor pode haver mais valor em uma oportunidade de investimento do que para outro, mesmo que os métodos de **valuation** levem resultados semelhantes. "*Cada investidor tem suas próprias metas de retorno de investimento, não existindo um*

único padrão de mercado global de crowdfunding de investimento", cabendo a cada investidor decidir se quer investir nos termos e com a avaliação oferecida ou não, informa a associação.

Baptista Luz propõe alteração na alínea "c" de modo a alinhar a redação da Minuta com a figura societária introduzida pela Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016, que altera a Lei Complementar nº 123, de 2006. Ajustes similares também são propostos para as alíneas "e" e "f" e na seção 4, alínea "i", item 7.

A CVM considerou os comentários parcialmente pertinentes e alterou a redação final da norma para, nos casos de valores mobiliários que conferem participação direta no capital, determinar que o percentual correspondente ao valor da oferta deve ser informado na seção 3.

Em relação ao comentário da Equity, vale dizer que o que se solicita na alínea "d" da seção 3 parece estar em linha com a preocupação da entidade, pois não se impõe que se explique como o emissor foi avaliado, mas sim os critérios para determinar, no momento da conversão, como se dará a avaliação da sociedade, a qual consubstanciará o preço e a quantidade do valor mobiliário de participação a ser emitido quando da conversão de título representativo de dívida conversível. Foram feitos alguns ajustes no dispositivo para torná-lo mais claro nesse sentido.

As sugestões de Batista Luz foram incorporadas na versão final da norma.

4.2.5. Cópia da escritura ou contrato (Anexo 8, seção 3, alínea "g")

No entender da Equity, a exigência de apresentação de cópia da escritura ou do contrato de relativo ao valor mobiliário não fornece proteção adicional para os investidores, mas coloca as plataformas numa posição comercialmente desvantajosa em relação aos demais participantes do mercado.

A exigência de divulgação cria um ônus indesejado ao se divulgar publicamente os termos de investimento desenvolvidos num formato genérico e sem a identificação do investidor para quem os termos foram oferecidos, observa a associação. "*Obviamente, todo investidor receberá e terá de assinar os termos de investimento para efetuar um investimento. Poderá aceitá-los ou não*" adiciona a Equity.

A CVM entende que é imprescindível possibilitar que o investidor tome sua decisão de investimento conhecendo os termos do contrato de investimento ao qual irá aderir. Não se considerou adequado que este contrato seja entregue a ele após a transferência dos recursos para o seu investimento. Sendo assim, a Comissão optou por declinar a sugestão da Equity, sendo que a preocupação do participante ficou mitigada em função da possibilidade das plataformas restringirem o acesso de investidores à oferta, conforme explicado no item 4.1.

4.2.6. Prestação de informações contínuas após a oferta (Anexo 8, seção 5)

Benzecry e Pitta considera que os termos desta seção são de alta relevância por tratar da prestação de informações contínuas após o encerramento da oferta, o que permite acompanhamento das investidas.

O escritório entende que "*a divulgação de informações que permitam, ao investidor, o conhecimento a respeito da evolução da sociedade investida, tais como seu nível de endividamento e lucro líquido apurado no período, se aplicável, são essenciais e não podem ficar a exclusivo critério do empreendedor de pequeno porte quanto à sua divulgação, não podendo valer-se, para não divulgação, da reconhecida dificuldade de apreçamento do valor mobiliário após a oferta*".

Assim, Benzecry e Pitta propõe o aperfeiçoamento da redação da seção, de modo que ao investidor seja garantido o fornecimento de informações claras, objetivas e suficientes que permitam o pleno conhecimento da evolução da sociedade após o investimento.

CFA propõe aperfeiçoamento semelhante, sugerindo um conteúdo mínimo que inclua demonstração de resultado do exercício - DRE, balanço simplificado e comentário da administração. Entretanto, CFA sugere a adição de comando que impeça o investidor de divulgar para terceiros os relatórios recebidos do emissor.

Inicialmente, vale recordar que os emissores que se utilizavam do mecanismo do **crowdfunding** até a edição dessa norma se enquadravam nos requisitos da dispensa prevista na Instrução CVM nº 400, de 2003, e não possuíam qualquer obrigação de prestação de informações contínuas.

A Comissão concorda com os participantes que devem ser fornecidas informações que propiciem aos investidores o acompanhamento das atividades das sociedades empresárias de pequeno porte. Contudo, em função de sua experiência com o fornecimento de informações de companhias abertas, a CVM compreende que um regime informacional mais descritivo e robusto muitas vezes representa um custo desproporcional para os emissores menores e demanda um nível de estrutura, organização e controles internos que, na maioria das vezes, não é encontrado nas sociedades que serão objeto das ofertas promovidas por meio do mecanismo de **crowdfunding** de investimento.

Adicionalmente, a Comissão avalia que empresas em diferentes estágios de desenvolvimento serão destinatárias da norma e seria inconveniente estabelecer um parâmetro que poderia ser alto para muitos e baixo para outros.

Nesse momento, portanto, considerando os custos regulatórios envolvidos na prestação mandatória das informações sugeridas e que as informações relevantes relativas a determinado emissor estarão sendo definidas a cada oferta em função de suas particularidades, a Autarquia entende que endereçou o regime de proteção mínimo para os investidores e opta uma abordagem menos impositiva, preferindo manter a redação proposta de deixar a cargo desses emissores, no momento da oferta, a determinação de quais informações serão prestadas para os investidores em função de seu estágio de desenvolvimento e ramo de atuação.

4.2.7. Alertas (Anexo 8, seção 6).

Equity entende que o risco descrito na alínea "h" somente existirá caso seja possível que o investidor receba cotas de uma sociedade limitada, conforme os termos de conversão do valor mobiliário ofertado. Caso não exista essa possibilidade, Equity propõe que a plataforma não deveria ter a obrigação alertar sobre tal risco.

ANBIMA considera conveniente e relevante que seja dado um tratamento adequado ao risco descrito na alínea "h" nas ofertas de **investment-based crowdfunding**. A associação sugere a inclusão na norma de "*dispositivos que apontem de forma explícita o tratamento e responsabilização do investidor nesses casos de modo a minimizar tal risco*". A associação também enxerga necessidade de maior

detalhamento do risco de perda da totalidade do capital investido em decorrência do insucesso do empreendedor de pequeno porte, para um maior esclarecimento ao investidor.

Adicionalmente, ANBIMA sugere que seja esclarecido na Minuta acerca da possibilidade de direito de regresso contra o emissor se o investidor incorrer em prejuízos por atos de gestão do emissor do empreendimento.

Equity observa que o fator de risco listado na alínea "l", referente ao risco de dificuldade de obtenção de informações sobre o empreendedor de pequeno porte após a realização da oferta na hipótese da descontinuidade das operações da plataforma, serve para demonstrar o entendimento da associação que exigir que as plataformas repassem as informações pós-oferta da emissora para os investidores cria riscos adicionais.

Equity propõe que as informações sejam fornecidas diretamente pelo emissor, e somente opcionalmente também via as plataformas ou outro fornecedor desse serviço. Se o modelo proposto pela Equity for adotado, a associação entende que não haveria necessidade do alerta constante da alínea "l".

A CVM não concordou com a maior parte dos comentários da ANBIMA e eles não foram incorporados na norma, exceto pela inclusão de nova alínea "a" alertando para possibilidade de perda da totalidade do capital investido.

Em relação ao comentário da Equity sobre a alínea "h", a Comissão informa que este é o entendimento da Autarquia para todas as alíneas dessa seção, mas optou-se por realizar a alteração proposta para fins de clareza.

Contudo, como não há imposição que um emissor constituído como sociedade limitada realize a transformação em sociedade anônima, a CVM entende que esse risco somente é inexistente no caso de sociedade empresária de pequeno porte que já esteja constituída como sociedade anônima no momento da oferta.

Sobre a proposta de excluir a alínea "l", a CVM reitera que a plataforma é responsável por

disponibilizar um canal de informações entre os investidores e os emissores que realizaram oferta em seu ambiente e, ainda, informar quais deles não estão adimplentes com a sua obrigação de elaboração e envio das informações para a plataforma.

A CVM relembra que a inadimplência em relação à prestação de informações contínuas é um fator impeditivo para a realização de novas ofertas por meio do mecanismo do **crowdfunding**. Portanto, a proposta não foi considerada conveniente.

4.2.8. Informações sobre a tributação aplicável (Anexo 8, seção 10)

Equity informa que as plataformas não são qualificadas a fornecer informações sobre a tributação aplicável. De acordo com a associação, a tributação aplicável depende de vários fatores específicos de cada investidor, sendo que as plataformas não têm como se manter atualizadas sobre as constantes mudanças do regramento tributário. Assim, sugere a exclusão da seção 10, por entender que a responsabilidade sobre o entendimento e o cumprimento das regras tributárias é exclusiva do investidor.

IBRI também propõe a supressão da seção 10, posto que tal exigência não existe para investidores de **equity** e que a tributação depende de condições e características de cada investidor.

A CVM considera que as plataformas possuem um papel educacional importante e devem descrever para os investidores as possíveis formas de tributação aplicáveis a depender do tipo do valor mobiliário ofertado e dos diferentes perfis de investidores.

4.2.9. Advertências (Anexo 8, seção 11)

CFA sugere a adição de texto que mencione que o investimento é de alto risco havendo possibilidade de perda total do capital investido.

A CVM considerou relevante a preocupação do participante e introduziu uma nova alínea (“a”) na seção 6, local considerado mais adequado.

4.3. Guarda da documentação da oferta por prazo de cinco anos (art. 9º e art. 38)

Na visão da Equity, somente no caso de êxito é que as informações essenciais sobre as ofertas públicas devem ser mantidas disponíveis **online**. Adicionalmente, considera que o acesso deve ser restrito somente àquelas pessoas que realizaram o investimento. A associação argumenta que empreendedor deve ter o direito de ser esquecido após a oferta, e não enxerga razoabilidade ou relevância na exigência que as informações do empreendedor e da oferta fiquem disponíveis para pessoas que não participaram da captação.

IBRI e Vieira Drigo também não vislumbram razão para a manutenção das informações das ofertas que forem canceladas, por exemplo, por não atingirem sua meta de captação, por um prazo tão longo. A sugestão dos participantes é que somente no caso de ofertas exitosas a informação deve ser mantida pelo prazo proposto na Minuta.

João Lima e Gabriel Dias também propõe que, para o benefício da educação do mercado, um prazo de apenas 1 ano, na hipótese de ofertas que não lograram êxito, seria suficiente.

Maria Léa-Vincent questiona o problema dos custos que serão incorridos pelo período de 5 anos caso a plataforma não tenha mais projetos para apresentar ao público, uma vez que será obrigada a manter o **site** em operação pelos termos da Minuta. Maria Léa-Vincent questiona se não seria mais razoável a exigência somente do arquivamento dos registros como alternativa.

CMCAP opina que a norma não tratou da possibilidade de manutenção dos documentos em meio digital, em substituição às versões originais dos documentos. Segundo a entidade, "*não fica claro, entretanto, se para tal finalidade deve ser empregado certificado digital emitido no âmbito da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira – a teor do art. 3º da Lei nº 12.682/12; ou se basta a manutenção em forma não defesa, nos termos do art. 10, § 2º, da Medida Provisória nº 2.220-2/01*".

Adicionalmente, CMCAP teme que a redação do art. 38, que inclui referência a "todos os documentos e informações exigidos" pelas regras propostas na Minuta "*pode dificultar a efetiva identificação ou classificações dos documentos que sejam efetivamente relevantes. Determinados documentos e informações de que tratam as regras não necessariamente terão trânsito pelas plataformas. A definição mais precisa de responsabilidades pela guarda, a ser efetuada não necessariamente pelas plataformas, poderá auxiliar na efetividade das normas a observar*".

A CVM considerou os argumentos pertinentes e optou por alterar a maneira de disponibilização e guarda das informações sobre as ofertas realizadas. Inicialmente, vale dizer que a CVM concordou que apenas os emissores que obtenham sucesso nas captações tenham a necessidade de manter suas informações disponíveis na internet por 5 (cinco) anos para os investidores que realizaram aportes na oferta.

A decisão é coerente com a manutenção da obrigação de a plataforma ser o canal para a busca de informações sobre o emissor. Na hipótese de ofertas que não lograram êxito, foi retirada a exigência de manutenção das informações da oferta.

Sobre o comentário de Maria Léa-Vincent, a CVM esclarece que não haveria como exigir das plataformas a disponibilização das informações das ofertas **on-line**, na hipótese de encerramento de suas atividades e o respectivo cancelamento de seu registro. Nesses casos, resta apenas a obrigação, por parte de seus sócios e administradores, da manutenção da guarda de cópias digitais dos arquivos até o encerramento do prazo, conforme art. 38.

Em relação ao comentário de CMCAP, não é comum esse tipo de detalhamento nas regras da CVM que tratam da manutenção de arquivos e não se entendeu conveniente fazer essa estipulação nesta norma, cabendo às plataformas estabelecer os procedimentos que elas considerem mais adequados para o cumprimento da exigência.

4.4. Realização da oferta exclusivamente no ambiente eletrônico da plataforma – vedação à promoção da oferta (arts. 11 e 28, I a III)

ANBIMA, CCA, CFA, CMCAP, Equity, EqSeed, Godke Silva, João Lima e Gabriel Dias, Marco Poli, Motta Fernandes, S&A Advogados, Tozzini Freire, Veirano Advogados, e Velloza e Girotto entendem que a restrição de promoção e divulgação por parte do emissor e do líder não é compatível com o modelo de **crowdfunding** de investimento. De acordo com os participantes, antes de tomar a decisão de investimento, a maior parte dos investidores busca se aproximar das empresas emissoras e de seus fundadores.

Os participantes defendem que as comunicações entre empreendedor e investidores em potencial são parte fundamental do modelo e podem se concretizar por meio de **e-mail**, contato telefônico, teleconferência, **webinars**, **pitch** através de vídeos na internet e também eventos presenciais como **roadshows**. As próprias plataformas também esclarecem que necessitam utilizar estes meios para atrair investidores para essa nova modalidade de aplicação. A condução de ofertas exclusivamente no ambiente virtual da plataforma é uma realidade que não existe mundialmente, segundo os participantes.

Equity menciona que "*é comum a busca por subscritores realizada por intermédio de agentes autônomos de investimento a mando do próprio empreendedor de pequeno porte. Tal busca poderia ser realizada, também, a mando ou em parcerias institucionais das plataformas associadas com estes agentes, os quais possuem conhecimento e capacidade técnica de transmitir as informações essenciais da oferta e o risco atrelado ao investimento para os potenciais subscritores*".

Conforme vários participantes esclarecem, os investidores em **start-ups** têm consciência que a chance de sucesso do empreendimento é fortemente correlacionada com a capacidade da equipe do emissor, daí a ênfase no contato pessoal, presencial ou por teleconferência.

EqSeed acredita que o contato com o empreendedor é parte da diligência esperada de um investidor. Os participantes destacam, ainda, que seria excessivamente difícil para um empreendedor de pequeno porte conseguir um número suficiente de investidores se apenas publicasse um **pitch** no **site** da plataforma.

Conforme a associação Equity: "*O grande poder desse modelo é permitir ao emissor tornar suas redes de primeiro, segundo e terceiro graus potenciais investidores, bem como pessoas fora dessas redes. As comunicações com investidores fora do ambiente da plataforma são essenciais para atrair investidores de todos os perfis*".

Para a Equity, a isenção de registro na CVM, a ser concedida nas ofertas de empreendedores de pequeno porte, não justifica por si só tal restrição à ampla divulgação da oferta. EqSeed vislumbra que, com tal vedação, somente investidores com pouca experiência e qualificação serão atraídos, resultando num mercado não sustentável, com investidores que demonstram pouca responsabilidade na hora da decisão, uma consequência que a plataforma imagina não seja a desejada pela CVM.

EqSeed relata que os próprios investidores que investem valores na faixa R$ 20 mil e R$ 50 mil, e que são chave para o sucesso dessas captações, demandam o contato com os empreendedores. S&A Advogados considera importante que seja admitido que o ofertante, a plataforma e o líder possam realizar eventos presenciais, atividade que vê como fundamental para a captação.

Tozzini Freire considera que o art. 11 deve ser suprimido por entender que a restrição do meio de comunicação em ofertas públicas, e em especial neste setor econômico, tão sensível a inovações, parece um contrassenso. O escritório sugere "*a possibilidade de disponibilização das informações das ofertas por todos os meios de comunicação, sobretudo redes sociais, desde que contenham* ***links*** *para o endereço da plataforma onde constam as informações exigidas pela norma*".

Para a CMCAP, não há razões claras para restringir a veiculação da oferta fora do ambiente da plataforma. Embora entenda que situações de interesse público, incluindo a supressão de fraudes, estejam entre as possíveis justificativas do comando, a entidade opina que a vedação pode cercear o acesso do empreendedor a oportunidades de mercado.

A permissão para a promoção e a divulgação da oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma pelo empreendedor de pequeno porte, pelo investidor líder e também pela própria plataforma é pleito da Equity, sugerindo ajuste na redação do art. 11 e a supressão dos incisos I a III do art. 28. De acordo com a Equity, "*é papel da plataforma não somente criar esta ponte entre o investidor e o emissor, mas também facilitar o desenvolvimento de conversas produtivas e entendimento entre as partes*".

A associação sugere que as únicas restrições impostas vedariam a distribuição **off-line** de documentos que não constem dos "materiais da oferta" (ver item 4.2) presentes na página da oferta no ambiente eletrônico da plataforma. A EqSeed faz sugestão semelhante, tendo em mente a preocupação da CVM com o monitoramento do conteúdo dos materiais divulgados em encontros e apresentações fora do ambiente eletrônico das plataformas.

CCA também sugere que os canais de comunicação do emissor e da plataforma sejam abertos para permitir que investidores sejam atraídos para a plataforma, mas propõe que a norma delimite as informações que podem ser divulgadas nesse processo àquelas que constem dos materiais da oferta. CCA opina que as plataformas possam realizar **webinars**, conversações telefônicas gravadas e eventos, de modo que outros investidores ainda não registrados na plataforma possam acessar o material que lá consta. O proponente afirma que a comunicação robusta é um componente crítico para o sucesso

crowdfunding e, como todas as comunicações podem ser facilmente gravadas, uma trilha digital do emissor será gerada, facilitando inclusive a supervisão por parte do regulador.

Aspectos da natureza da tecnologia atual também precisam ser levados em consideração, de acordo com a Equity. Por exemplo, para que as informações no formato de apresentações ou vídeos possam ser visualizadas na interface gráfica da plataforma, é necessário publicar tais informações em **sites** externos comerciais, como, por exemplo, YouTube, Vimeo ou Slideshare, que tanto são repositórios como reprodutores (**media players**) destes conteúdos. Equity propõe que a publicação de materiais da oferta nestes **sites** com a intenção de reprodução no ambiente da plataforma seja explicitamente permitida na regulamentação.

João Lima e Gabriel Dias também propõem que o emissor possa realizar a divulgação das ofertas por outros meios, e alertam que, conforme a redação da Minuta, o empreendedor não poderia divulgar a oferta nem em sua página pessoal na internet ou redes sociais, o que parece ser excessivamente restritivo.

EqSeed e Godke Silva também defendem que a atuação das plataformas na divulgação das ofertas não fique restrita ao ambiente do **site**.

Motta Fernandes traz sugestão similar: "*Tendo em vista que se trata de um mercado novo, essa vedação prejudica o crescimento das plataformas, sua divulgação e o desenvolvimento do mercado. Há de se observar que qualquer operação só pode ser finalizada dentro da plataforma e a plataforma disponibilizará em sua interface gráfica todos os riscos e de avisos necessários ao investidor. Sugerimos a exclusão dessa vedação ou que a busca ativa de subscritores seja regulamentada*". Assim, o Motta Fernandes sugere a exclusão dos incisos I e II do art. 28.

ANBIMA também sugere que seja clarificado como o emissor e o líder poderão realizar a divulgação da oferta. Maria Léa-Vincent observa que os termos "promoção" e "divulgação" não foram definidos na Minuta.

Em contraste, Luiz Ferreira apresenta o testemunho de quem já teve a oportunidade de presenciar vários **investment days** (jargão utilizado no ecossistema de **start-ups** para os eventos presenciais e por teleconferência pela internet) conduzidos tanto por empresas que estejam captando recursos, por meio de plataformas **de crowdfunding** brasileiras, quanto por líderes de sindicatos de investimento. O

participante remete à CVM sua preocupação com a pressão exercida nos investidores para "*decidir ali, de imediato, pela compra de participações e investimento na empresa*".

No entender de Luiz Ferreira, há claro conflito de interesse em prejuízo do pequeno investidor, uma vez que o investidor líder tem remuneração na mesma base de um gestor de carteiras. O participante alerta a CVM para a gravidade dos acontecimentos nesses eventos, por entender que a atividade é irregular, já que as pessoas envolvidas não possuem nem certificação de analista de investimento pela APIMEC, e tampouco são registrados como administrador de carteiras pela CVM.

A sugestão de Luiz Ferreira é que a CVM avalie a possibilidade de proibir promoção e a divulgação da oferta em tais eventos (**investment days**), e que a norma introduza exigência que os investidores líderes desses sindicatos de investimento obtenham as certificações de analista de investimentos e de administrador de para realizar essa atividade. Alternativamente, "*de forma a não ferir os direitos adquiridos de analistas credenciados e gestores habilitados, assim como para impedir conflitos de interesse com vistas à proteção do pequeno investidor*", a CVM poderia introduzir uma regulamentação criteriosa para a atuação dos líderes.

CFA propõe a introdução de permissão para o emissor captar recursos através de ofertas privadas durante o andamento da oferta pública. O instituto comenta que é prática usual que **start-ups** usem uma combinação de iniciativas na captação de recursos. Para o participante, "*uma vez que a responsabilidade de prestação de contas da plataforma, bem como do investidor líder (no caso da formação de um sindicato) esteja claramente definida*", o acesso a formas concomitantes de captação não irá introduzir um risco potencial para o investidor.

Marco Poli alerta que os termos da Minuta inviabilizam os "**rounds** mistos" (aqueles que combinam ofertas pública e privada, já que uma parte dos recursos captados são oriundos de plataformas de **crowdfunding** e outra de redes de anjos/plataformas fechadas ou círculos de conhecimento dos participantes). Na experiência de Marco Poli, muitas vezes os investidores das plataformas **online** recebem as mesmas condições de investimento de redes de investidores anjo, assim, **rounds** mistos podem inclusive ser vantajosos para os investidores do **crowdfunding**.

Veirano Advogados sugere a inclusão de um mecanismo complementar à oferta pública **online** que permitiria ao empreendedor de pequeno porte realizar esforços de venda restritos a investidores qualificados ou profissionais, inclusive pela realização de eventos presenciais de promoção do seu

negócio, em termos similares aos da instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. No entanto, estes investidores investiriam na mesma oferta que está sendo distribuída pela plataforma. Em outras palavras, os termos da oferta seriam idênticos para investidores de **crowdfunding** e qualificados.

Na proposta de mecanismo complementar apresentada por Veirano Advogados, são introduzidos dispositivos para que todos os investidores tenham tratamento isonômico quanto ao acesso às informações da oferta, de modo que toda e qualquer informação a respeito da oferta disponibilizada ao investidor externo, seja igual à disponibilizada aos demais investidores na plataforma. Como exceção à regra geral do artigo 11, seria então admissível, pontualmente, a realização de esforços de venda fora do ambiente virtual da plataforma, de modo que o emissor possa procurar no máximo 75 (setenta e cinco) investidores qualificados, dos quais 50 (cinquenta) investidores poderiam aderir à oferta na plataforma.

Conforme a redação proposta por Veirano Advogados, o emissor ficaria com a obrigação de registrar junto à plataforma as informações dos investidores externos procurados e dados referentes à sua adesão à oferta. O escritório propõe ajustes na redação dos incisos I a IV do art. 28 para contemplar a possibilidade proposta para o art. 11.

A CVM considera que qualquer esforço de venda fora do ambiente da plataforma é uma ameaça à correta prestação de informações que a Minuta busca preservar e dificulta muito a supervisão da Autarquia quanto à adequação do conjunto informacional da oferta, sobretudo por se tratar de uma oferta dispensada de registro.

A possibilidade, portanto, de a plataforma incorrer em outras atividades como contatos telefônicos ou a contratação de agentes autônomos não foi considerada conveniente. Contudo, a CVM reforça a possibilidade de a plataforma anunciar a existência de ofertas fora de seu ambiente virtual, com o **link** para o endereço da plataforma onde constam as informações exigidas pela norma, conforme dispõe o art. 31, III.

É importante clarificar, ainda, que as vedações constantes do art. 28 não alcançam a autopromoção da própria plataforma, que pode divulgar, inclusive por meio de materiais publicitários, a sua atividade, desde que estes não abranjam a promoção de ofertas específicas.

Adicionalmente, as vedações ali previstas não impedem a plataforma de tirar dúvidas por e-mail, realizar **webinars** ou ter um canal telefônico para atendimento dos clientes. O que deseja evitar é a criação de um **boiler-room**, em que os investidores são procurados indiscriminadamente para investir nas ofertas em andamento na plataforma.

Sobre a possibilidade de utilização de vídeos e apresentações que fiquem disponíveis em **sites** externos à plataforma, a CVM, em linha com o item 4.2.1, interpretou que é possível, desde que (i) exista um **link** na página da plataforma direcionando os investidores para eles e que (ii) os arquivos possam ser mantidos na plataforma para posterior fiscalização por parte da Autarquia, nos termos do art. 38.

Os participantes defenderam, em sua maioria, que os emissores e líderes possam divulgar a oferta e realizar contatos com investidores. A Comissão compreende que conhecer a equipe do empreendedor é, de fato, uma diligência importante para a tomada de decisão, especialmente daqueles que pretendem colocar somas mais elevadas na oferta.

Nesse sentido, a CVM acatou a proposta de permitir tais contatos, tanto por parte do emissor, quanto do líder, desde que (i) as informações transmitidas sejam consistentes com as informações da oferta existentes no ambiente eletrônico da plataforma; (ii) não haja distribuição de documentos que não constem dos materiais da oferta; e (iii) todas as comunicações sejam gravadas e seja gerada uma trilha digital para permitir a supervisão por parte do regulador.

No tocante à divulgação por parte dos emissores e líderes, a regra, em linha com que é permitido para as plataformas, passa a prever a possibilidade de divulgação da existência da oferta em seus **sites** próprios e redes sociais. Contudo, as informações da oferta devem ser acessadas por meio do **site** da plataforma de **crowdfunding**, havendo, portanto, a necessidade de um **link** para se ter acesso a tais informações.

Em relação aos comentários de Luiz Ferreira, a CVM entende que a preocupação do participante fica mitigada, em função da necessidade de registro das informações veiculadas nesses

eventos pelos emissores e investidores líderes, bem como pelo fato de que o investimento no âmbito dessa oferta pública deve se dar necessariamente pelo canal da plataforma. Sobre a necessidade de prever registros específicos para o investidor líder, ver item **7.5.4**.

Sobre os comentários do CFA e Marco Poli, é importante frisar que não há vedação para que uma oferta privada seja realizada concomitantemente à oferta pública e que ambas componham a rodada de financiamento da sociedade empresária de pequeno porte.

A Comissão compreende a importância de se permitir a realização de uma combinação de fontes de recursos para uma rodada de financiamento e que a captação pública por meio do **crowdfunding** de investimento usualmente é complementar àquela feita de maneira privada.

Vale mencionar, entretanto, que seria impossível delinear a fronteira de atuação de uma plataforma, caso ela própria seja a intermediária dessa oferta privada. Nesse sentido, a CVM entende que somente é possível uma oferta privada ser conduzida pela plataforma, seus sócios e administradores se esta ocorrer anteriormente ao início da oferta pública realizada pela mesma plataforma.

A possibilidade de uma oferta privada simultânea (captação por parte do emissor, por exemplo, junto a um fundo de investimento) não pode ser realizada com a participação da plataforma, devendo resultar da negociação direta entre emissor e o investidor. Dessa forma, acrescentou-se o inciso XVI ao art. 28 da Minuta.

Em todos os casos, a plataforma deverá informar e, se preciso, questionar o emissor sobre as ofertas privadas que compõe a rodada de financiamento e seus parâmetros (percentual do emissor sendo ofertado privadamente e diferença nos direitos adquiridos na oferta privada, por exemplo), para os interessados na oferta pública, conforme o alerta constante da Seção 6, alínea “c” das informações essenciais da oferta.

A CVM não considerou adequada incluir a possibilidade de procura de investidores

qualificados nos termos propostos pelo Veirano, pois tais investidores já podem participar da oferta de **crowdfunding** sem os limites individuais previstos e, ainda, pelo fato de que podem ser procurados no âmbito de ofertas privadas anteriores ao início da oferta pública.

Não se considerou conveniente misturar os institutos previstos na regra de **crowdfunding** de investimento com os da Instrução CVM nº 476, de 2009, que contém regras específicas e que teriam que ser dispensadas para que a proposta fosse eficaz.

4.5. Material publicitário (art. 28, IV)

Equity e Godke Silva argumentam que a liberdade para apresentar informações comerciais em formato publicitário e personalizado é essencial para o emissor garantir a comunicação das razões pelas quais a oferta é uma opção de investimento interessante. Conforme a associação, "*O emissor deve ter a possibilidade de fazer apresentações em powerpoint, documentos em PDF, vídeos ou outro formato da sua preferência, e publicar esses materiais na plataforma. Um vídeo apresentando o negócio e os seus sócios e uma apresentação **pitch** em PowerPoint ou PDF são materiais que fazem parte essencial do modelo de crowdfunding de investimento e são usados pela grande maioria das plataformas globais*".

Equity propõe que tais informações sejam definidas na regulamentação como "materiais da oferta" e possam ser publicadas na plataforma, em qualquer formato. No entender da associação, no caso do **crowdfunding** de investimento, esses materiais são o equivalente mais próximo do prospecto usado nas ofertas sob a regulamentação da Instrução CVM n° 400, de 2003, não se tratando de materiais publicitários produzidos para fins de propaganda. Equity considera que o foco da vedação constante do inciso IV do art. 28 esteja nestes últimos.

Adicionalmente, Equity chama a atenção para o fato que nas ofertas de **crowdfunding** de investimento realizadas sob a égide das dispensas constantes da Instrução CVM nº 400, de 2003, a expressão "material publicitário" vem sendo utilizada pela CVM em relação a todas as informações das ofertas publicadas, incluindo o conteúdo da página da oferta nas plataformas e a apresentação aos investidores em PowerPoint usado pela maioria das empresas emissoras. Assim, a associação observa que são necessários esclarecimentos acerca da definição da expressão usado no art. 28, IV, "*para que fique claro quais materiais de propaganda não são permitidos*".

Equity questiona, por exemplo, se há equiparação com os parâmetros definidos no art. 50 da Instrução CVM n° 400, de 2003. Ainda, com base no art. 31 da Minuta, considera necessário tratar de forma explícita que serão permitidas mensagens objetivas e fatuais, por meio de e-mail, da plataforma ou das mídias sociais, sobre a oferta e o seu progresso, e que esses não serão considerados materiais publicitários. Maria Léa-Vincent também pede que a CVM forneça maior detalhamento sobre a abrangência da expressão "material publicitário".

Equity também considera que o tratamento dispensado ao material publicitário na Minuta (vedação ao uso) foi bastante assimétrico em relação àquele encontrado na minuta de Instrução que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo – CIC hoteleiro.

Conforme o edital de audiência pública SDM Nº 08/2016, a utilização de qualquer texto publicitário para oferta, anúncio ou promoção da distribuição de CIC hoteleiro, por qualquer forma ou meio veiculados, não depende de prévia aprovação da CVM, ficando os ofertantes responsáveis pela conformidade do material com as disposições da regra. A Equity solicita a equiparação dos tratamentos entre as duas regras.

Velloza & Girotto também propugna que qualquer texto publicitário para oferta, anúncio ou promoção da distribuição, por qualquer forma ou meio veiculados, não dependa de prévia aprovação da CVM, ficando os ofertantes responsáveis pela conformidade do material com as disposições da instrução.

Motta Fernandes também sugere tratamento semelhante, ou seja, permissão para "*que seja utilizado material e publicidade para divulgar as ofertas, sem análise prévia da CVM, desde que a plataforma observe os padrões mínimos previstos na norma no que tange a linguagem e avisos de risco, e que a CVM possa fiscalizar posteriormente a adequação dos materiais utilizados, podendo aplicar punições no caso de uso irregular ou fora do padrão*".

Albino Advogados sugere ajustes semelhantes aos art. 11 e 28 de modo a permitir o uso de material publicitário, desde que este contenha apenas as "Informações Essenciais Sobre a Oferta Pública" e o material didático, previsto no artigo 25 da Minuta. Na visão do escritório, "*o acesso do potencial investidor a informações é imprescindível. Neste sentido, seria importante haver um material que pudesse ser "baixado" da plataforma de investimento, assim como enviada pelos participantes da oferta a potenciais interessados e analisada pelo potencial investidor, visando abranger um maior mercado potencial e disseminar as informações corretas e de qualidade sobre a oferta*".

ANBIMA observa que a Minuta restou silente sobre o fato das plataformas estarem ou não autorizadas a realizar marketing institucional direcionado aos empreendedores, para que estes realizem ofertas de **crowdfunding**. CFA e Velloza & Girotto também observam que deveria ficar claro na norma a possibilidade da plataforma se promover.

Conforme explicado no item 4.2.1, as informações comerciais constantes da proposta do emissor (**pitch**) poderão ser disponibilizadas na forma de uma apresentação, de página de informação na internet, ou ainda em forma de vídeo a ser disponibilizado na página da oferta na plataforma. Tais materiais seriam elaborados em formato comercial e seriam individuais, sendo disponibilizados na plataforma ou pelo emissor de forma privada. Todas as informações sobre o plano de negócios, o mercado do emissor e o seu histórico empresarial fariam parte do **pitch**, em adição às informações essenciais da oferta apresentadas no Anexo 8.

Para não ter que interpretar caso a caso quando esse material se caracteriza como material publicitário, a Comissão decidiu alterar o inciso IV do art. 28 e manter a vedação apenas para a veiculação de tais materiais com fins de publicidade fora do ambiente da plataforma, tais como em jornais, revistas, **banners**, redes sociais e outros.

Dessa forma, a CVM optou por rever a sua posição quanto à possibilidade de utilização de material publicitário e a norma passa a prever que a sua utilização não depende de prévia aprovação da CVM, ficando a plataforma responsável pela conformidade do material com as disposições da instrução e desde que a plataforma observe os padrões mínimos previstos na regulamentação no que tange a linguagem e alertas sobre risco. Tais materiais devem ser arquivados, nos termos do art. 38, para que a CVM possa fiscalizar posteriormente a adequação dos materiais utilizados e avaliar eventuais punições no caso de uso irregular ou fora do padrão.

Em relação ao comentário da Equity sobre eventuais diferenças de tratamento sobre o material publicitário consoante a norma de CIC hoteleiro, é necessário frisar que são duas ofertas com ritos, canais de distribuição e tipos de investidores completamente diferentes. Observe-se que a oferta de CIC hoteleiro conforme a Minuta proposta não é uma oferta dispensada de registro na CVM, não

cabendo portanto a equiparação proposta.

Em relação aos comentários de ANBIMA, CFA e Velloza & Girotto, não há qualquer vedação na norma à possibilidade das plataformas realizarem autopromoção por meio de publicidade, desde que, naturalmente, não seja veiculado material sobre ofertas específicas no material utilizado.

5.Requisitos para o registro e autorização para o funcionamento das plataformas

Essa seção trata dos requisitos para registro das plataformas junto à CVM como instituições autorizadas a realizar, pontual e especificamente, a atividade de ofertar publicamente distribuições de valores mobiliários com dispensa de registro quando os emissores se enquadrarem na definição de sociedade empresária de pequeno porte e a oferta, se voltada para investidores não considerados qualificados, esteja sujeita aos limites definidos investimento. Observadas as exigências da norma, a atividade das plataformas registradas fica autorizada com esse escopo.

A CVM, após avaliação interna sobre como melhor incorporar as atividades de supervisão das plataformas de investimento participativo à sua organização interna de trabalho, decidiu dividir as tarefas entre duas áreas técnicas.

Assim, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI ficará responsável pelo procedimento de registro (análise, deferimento, indeferimento), cadastro e suas atualizações, bem como pelo controle das informações periódicas (relatórios anuais que devem ser entregues pelas plataformas).

À Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, por sua vez, caberá a supervisão das plataformas após a concessão de seu registro, incluindo a avaliação dos procedimentos adotados na condução das ofertas públicas dispensadas de registro e o cumprimento de todos os comandos da nova instrução.

Nesse sentido, o controle e verificação das informações que devem ser produzidas e encaminhadas à CVM no contexto da realização de ofertas específicas é uma responsabilidade da SRE. Enquanto não for disponibilizado sistema específico para recepção dos documentos solicitados no art. 27

(anexos 27-I e 27-II), estes deverão ser encaminhados à CVM/SRE nos termos descritos da seção 1 do OFÍCIO-CIRCULAR Nº 01/2017/CVM/SRE.

5.1. Questionamentos sobre o enquadramento das atividades das plataformas eletrônicas no sistema de distribuição de valores mobiliários

CMCAP opina que a Minuta deveria definir "*claramente quais são os elementos típicos que fazem as plataformas serem caracterizadas como distribuidoras de valores mobiliários e, portanto, sujeitas ao pertinente regime disciplinar e normativo*". A entidade entende ser possível questionar se as plataformas não são somente "*meras veiculadoras passivas das ofertas públicas*".

A entidade questiona se a atividade principal da plataforma seria "*a disponibilização de estrutura tecnológica para construção e manutenção de sítios na internet que tenham por finalidade apresentar, em nome dos ofertantes, a oportunidade de aquisição de valores mobiliários. Complementarmente, oferecer suporte também tecnológico para manutenção da guarda de arquivos e de mecanismos de comunicação direta entre ofertantes, emissores e investidores*".

Conclui a CMCAP que "*não há nenhuma atuação da plataforma que se diferencie de uma empresa que ofereça manutenção de páginas eletrônicas ou desenvolvimento de programas de computador. Em nenhuma etapa do processo de oferta, a plataforma figura como participante ou contraparte, em seu próprio nome ou à conta de terceiros*".

Conforme a CMCAP, se outra atividade prestada pela plataforma é "a *assessoria para cumprimento das obrigações legais e regulamentares aplicáveis e representação da ofertante na qualidade de mandatárias civis*", a entidade entende que essa "*é uma atuação que não se distingue daquela prestada por escritórios de advocacia ou meros despachantes documentais*".

Leandro Netto observa que o teor da Minuta tem levado estudiosos e juristas a entender que "*que toda oferta pública realizada por meio de plataforma digital ficará limitada às novas regras trazidas pela Instrução*".

O escritório sugere que seja incluído dispositivo na norma com os dizeres: "*as demais formas de oferta pública realizadas por meio de plataformas digitais que não estão enquadradas nos requisitos*

estabelecidos por esta Instrução são reguladas pelas demais normas aplicáveis e oponíveis às ofertas públicas".

O proponente cita o crowdfunding imobiliário como exemplo dessa situação. Leandro Netto opina que "*um artigo nesta direção, embora quase redundante por repetir o que a estrutura legal já determina, serviria para pacificar e levar maior segurança jurídica, sobretudo para aqueles que pretendem usar plataformas eletrônicas em outros formatos que não aqueles trazidos pela minuta de Instrução*".

Os comentários da CMCAP foram considerados improcedentes. A Autarquia entende, como afirmado no edital de audiência pública, que as plataformas realizam a atividade de intermediação de ofertas públicas de empreendedores de pequeno porte. A CVM, por meio da nova norma, reconhece e legitima a atuação das plataformas em relação às ofertas públicas dispensadas de registro nos termos da Instrução, em linha com o entendimento de regulamentações já editadas por outras jurisdições.

Nesse sentido, não se admite que a plataforma opere apenas como um mural de anúncios de ofertas públicas de valores mobiliários (**bulletin board**), sem maiores responsabilidades sobre elas e sem o dever de proteger os investidores, impedir fraudes e solicitações de investimento indevidas. Chama-se atenção para o rol de atribuições e responsabilidades imposto pela Instrução a estas entidades, em especial na seção I do Capítulo 5, que evidenciam que esse participante possui obrigações e deveres que extrapolam, em muito, o papel sugerido pela CMCAP. A própria forma de remuneração por desempenho, pleito das plataformas, é outra característica que reforça esse ponto.

Em relação ao comentário de Leandro Netto, a CVM enfatiza que as demais ofertas públicas de valores mobiliários que não se enquadrem nos requisitos da Instrução, realizadas ou não por meio da internet, não poderão ser conduzidas com base na norma e deverão seguir a regulamentação geral aplicável às ofertas públicas, não sendo necessária a menção sugerida pelo participante.

5.2. Requisito de patrimônio líquido mínimo (art. 13, § 1º, I)

CFA acredita que a regulação deva focar na sustentabilidade das plataformas, de modo que o horizonte de existência do negócio seja compatível com os investimentos que estas eventualmente

venham a realizar. As plataformas devem ter capacidade de administração de um volume considerável de informações a respeito dos investidores e precisarão estar permanente diálogo com estes **stakeholders** após a oferta.

Assim, o instituto considera importante que as plataformas tenham investimentos próprios em estrutura e manutenção de pessoal compatíveis com sua atividade. Dessa forma, CFA entende como insuficiente a exigência do inciso I e propõe a exigência de um patrimônio líquido mínimo de R$ 300 mil reais.

No entender da CMCAP é incabível a exigência de capital mínimo imposta às plataformas conforme proposto na Minuta. Para a CMCAP, "*tal exigência não encontra amparo legal ou precedente que autorize sua adoção*". O direito brasileiro não adota, em princípio, a regra de capital mínimo para constituição ou financiamento de empresas, sendo adotada somente em sentido estrito por meio de comando vinculado por lei, adiciona a CMCAP.

A CMCAP observa que, mesmo nos casos previstos em lei, que são relativos ao sistema financeiro nacional – particularmente bancos, seguradoras e outras instituições financeiras –, cabe ao Conselho Monetário Nacional – CMN a definição do capital mínimo e sua atualização periódica. As razões de tal imposição são de ordem prudencial, decorrentes das atividades de intermediação de capitais e da necessária solvabilidade dessas instituições, sendo que a CMCAP não considera que seja este o caso de acordo com as atividades desenvolvidas pelas plataformas de **crowdfunding**.

Prossegue a CMCAP, explicitando as razões para a contestação a tal imposição, "*dada a competência normativa do CMN, no âmbito da regulação do mercado de capitais, a autorização legislativa à CVM se restringe ao poder de exigir capital mínimo de emissor de valores mobiliários (Lei 6.385/76, art. 19, § 6º), porém não de intermediários do sistema de distribuição (sujeitos à referida Resolução CMN nº 2.099 e ao art. 15, § 2º, da Lei nº 6.385/76), se assim se pretende qualificar as plataformas. É de se reiterar que o bem jurídico tutelado pela exigência de capital (ou patrimônio líquido) mínimo envolvem questões de regulação prudencial e solvabilidade de empresas que intermediam recursos financeiros. Não é este o caso das plataformas, exceto se alguma instituição financeira regulada vier a exercer atividades típicas da nova figura*".

De acordo com Equity e Godke Silva, todas as plataformas em atuação no momento são **start-ups** e em início de operações. Até o momento, os projetos que geraram retorno financeiro por meio de

comissões pagas ainda não foram suficientes para cobrir os investimentos realizados por seus sócios e investidores iniciais.

Os participantes sugerem que a exigência de patrimônio líquido mínimo de R$ 100 mil reais seja substituída pelo requisito de capital social mínimo de cem mil reais. Proposta idêntica é apresentada por João Lima e Gabriel Dias.

Equity e Godke Silva informam que essa demanda será menos onerosa às plataformas e, ao mesmo tempo, dará segurança aos seus clientes e credores, pois garante que ao menos R$ 100 mil reais foram investidos, o que evidencia a seriedade dos empreendedores. Em adição, conforme o regime jurídico do capital social (art. 1.059, CC e art. 189, LSA), os sócios da plataforma não poderão distribuir qualquer lucro aos seus sócios enquanto o patrimônio líquido da sociedade não for superior a esse valor.

Lima e Falcão considera que a exigência pode tornar-se uma barreira aos entrantes do mercado e como consequência o desenvolvimento do setor seria prejudicado. O participante chama a atenção para o fato que as plataformas de **crowdfunding** de investimento operando atualmente no mercado brasileiro são **start-ups**, com limitação de acesso a recursos, a exigência de valores altos de patrimônio líquido pode inviabilizar a entrada no setor.

O escritório também comenta que este tipo de exigência não é comum nas normas que tratam do **crowdfunding** em outros países, posto que as plataformas não gerenciam recursos dos investidores, citando a Espanha como única exceção conhecida, sendo que, mesmo assim, naquele país, a exigência de capital varia conforme o volume das ofertas distribuídas pelas plataforma espanholas, podendo a exigência ser atendida, alternativamente, por um seguro profissional. Assim, Lima e Falcão propõe que a exigência seja suprimida, ou que o termo "patrimônio líquido mínimo" seja substituído por "capital social integralizado".

Tozzini Freire entende que a exigência não parece ser eficaz para garantir condições de manutenção de sistemas e controles internos de forma a atender as preocupações da CVM e, em sintonia com outros participantes, exprime preocupação com uma possível restrição de acesso, o que poderia facilitar a criação de um monopólio.

Tozzini Freire chama a atenção para o fato que "*as plataformas, em essência, são apenas veículos de disseminação das informações e intermediação dos investimentos, não expondo seu capital*

nas operações, nem tomando riscos para a sua realização". O escritório sugere a retirada do inciso, ou, caso a CVM entenda necessária uma exigência de capital, sugere a norma demande que o montante seja comprovadamente investido em instalações, recursos humanos, equipamentos e tecnologias para garantir o perfeito atendimento às demais exigências do § 1º.

Vieira Drigo questiona a utilização da expressão "capacidade econômico-financeira compatível com as operações a serem desempenhadas" no inciso I, já que não foram introduzidos na norma quaisquer critérios de aferição desta exigência. O escritório acredita que "*a mera exigência de PL mínimo já seria suficiente para os fins declarados da Instrução proposta, além de se tratar de critério claro e objetivo, menos passível de questionamento pelos regulados*".

A imprecisão associada a tal expressão pode dar margem a interpretações subjetivas na análise do registro e inclusive a questionamentos na esfera judicial, em casos da não concessão do registro. Vieira Drigo sugere a supressão deste item e, por idênticas razões, a exclusão do inciso III do art. 16, que trata das razões para o indeferimento do pedido de registro.

A CVM considerou os argumentos parcialmente pertinentes, principalmente considerando o estágio embrionário deste mercado e de seus atores, conforme descrito pelos participantes. Nesse sentido, a exigência foi modificada de modo que o requisito passa a ser o de possuir capital social integralizado mínimo de R$ 100 mil, evidenciando o investimento realizado, o compromisso e a seriedade dos seus empreendedores.

Vale dizer, ainda, que a CVM, em linha com o comentário de Vieira Drigo, optou por realizar uma análise mais objetiva dos requisitos para registro das plataformas e, nesse sentido, diversos itens foram alterados e removidos, em busca de afastar os critérios que ensejam uma avaliação mais subjetiva. Assim, o inciso I, por exemplo, passa apenas a exigir o requisito de capital social integralizado.

Em relação ao comentário da CMCAP, a CVM pode impor condições para obtenção de autorização ou registro necessário ao exercício da atividade de distribuição de emissão no mercado, conforme o art. 18, I, "a" da Lei nº 6.385, de 1976.

5.3. Organização administrativa e recursos humanos (art. 13, § 1º, II)

Para João Lima e Gabriel Dias a organização administrativa e os recursos humanos necessários para adequada prestação de serviços são requisitos determinados pelas demandas do mercado posto que determinantes para o sucesso do empreendimento. Os participantes entendem ser temerária a inclusão de requisito "*passível de análise subjetiva pela autarquia, posto que, além de ferir o princípio da livre iniciativa, a interpretação do auditor para a suficiência desses requisitos pode não ser razoável*".

Vieira Drigo também considera o critério impreciso, possibilitando interpretações subjetivas o que poderia levar a questionamentos, inclusive na esfera judicial, em caso de registros negados. O escritório propõe a retirada deste inciso.

CMCAP questiona como será feita a comprovação destes requisitos para fins de registro e se uma mera declaração a respeito por parte da plataforma bastaria para o atendimento da exigência.

A CVM considerou pertinente aprimorar a redação do art. 13, retirando as exigências do inciso II da Minuta. O rol de documentos requeridos para o registro da plataforma junto à Comissão também foi modificado para refletir a mudança (Anexo 14).

O requisito de possuir organização administrativa e recursos humanos necessários para a adequada prestação dos serviços passa então a ser uma exigência permanente para a plataforma, nos termos do art. 19, deixando de ser avaliado por ocasião de seu registro, quando ainda não se tem ao certo o porte do negócio.

Visando a melhoria do processo de registro, as exigências do inciso III da Minuta fazem agora referência a demandas verificáveis acerca da existência de procedimentos e sistemas de tecnologia da informação adequados para a operação da plataforma, conforme a redação do novo inciso II. A redação também foi aprimorada visando garantir a segregação dos montantes disponibilizados pelos investidores das contas da plataforma.

O anexo 14 foi revisado, de modo que a apresentação de uma série de documentos contendo cópias e descrições foi substituída por um único parecer de auditor independente de sistemas de TI sobre a adequação às demandas do art. 13.

5.4. Requisito de residência no Brasil para administradores e sócios (art. 13, §2º, I)

Equity, CMCAP, Fialho Salles, Godke Silva, Tozzini Freire, e Veirano Advogados consideram que a exigência deva ser aplicável apenas aos administradores e não aos sócios das plataformas. O comando é questionável por não ser imposição constitucional ou legal para participação no capital social, de modo que não há porque estender aos sócios o requisito de residir em território nacional.

Fialho Salles analisa a questão pela analogia com as distribuidoras e corretoras de títulos e valores mobiliários, que exercem atividades ainda mais sensíveis, sem imposição de restrição semelhante. Conforme o artigo 9º do regulamento anexo à Resolução CMN nº 1.120, de 4 de abril de 1986, que disciplina a constituição, a organização e o funcionamento das sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, somente podem ser administradores de sociedade distribuidora pessoas naturais, residentes no Brasil, não existindo qualquer imposição semelhante aos sócios. Requerimento idêntico é encontrado no caso das sociedades corretoras (Resolução CMN nº 1.655, de 26 de outubro de 1989).

Para Veirano Advogados, "*a legislação societária aplicável às plataformas já oferecem a proteção suficiente para os fins da Minuta. Excluindo-se esse inciso, os administradores, no caso de sociedades limitadas, e os diretores, no caso de sociedades anônimas, continuam sujeitos à regra de residência no Brasil (artigo 99, Lei nº 6.815, de 19 de agosto de 1980, artigo. 1.126, Código Civil, e artigo 146, Lei das S/A). Ainda, o sócio ou acionista estrangeiro, e os conselheiros estrangeiros de sociedade anônima deverão constituir representante permanente no Brasil (artigos 119 e 146, §2º, Lei das S/A)*".

Entende Veirano Advogados que os dispositivos mencionados são suficientes para garantir a **accountability** dos sócios e administradores das plataformas eletrônicas que realização ofertas de empreendedores de pequeno porte dispensadas de registro no mercado de capitais brasileiro, "*sem que se comprometa sua diversificação ou seu desenvolvimento, ou se constitua reserva de mercado indevida no Brasil*".

A CVM considerou os comentários válidos e acatou os argumentos dos participantes. A redação do dispositivo foi ajustada de modo que a exigência será aplicável apenas aos administradores da plataforma.

5.5. Requisito de reputação ilibada (art 13, § 2º, II)

Veirano Advogados sugere a remoção deste requisito por considerar a definição da expressão "reputação ilibada" indeterminada, podendo dar margens a abusos no registro de plataformas eletrônicas. Veirano Advogados comenta que tal requisito não é exigido em relação a nenhuma outra sociedade comercial em mercado com o mesmo nível de regulamentação que o mercado de **crowdfunding**.

No entender do Veirano Advogados, os incisos III, IV e V do § 2º já capturam perfeitamente as possíveis situações de fato que impeçam uma pessoa de ser administradora ou sócia de uma plataforma eletrônica.

IBRI também sugere a retirada da exigência.

A CVM aplica rotineiramente este tipo de exigência nos processos de concessão de registro como, por exemplo, nos pedidos de obtenção e manutenção da autorização de administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural, e não se avalia que há abusos na apreciação pela área técnica da Comissão.

Adicionalmente, caso entenda que houve alguma aplicação equivocada da regra, o requerente tem a possibilidade de recorrer ao Colegiado da CVM, tendo a oportunidade de ter a sua situação julgada por outra instância.

Não se considerou adequado retirar o dispositivo, dado que é uma ferramenta importante para a Autarquia avaliar a qualidade dos profissionais que estarão envolvidos na condução de ofertas públicas dispensadas de registro, isto é, que não serão apreciadas pela CVM e que, por isso, carregam um risco maior de fraudes.

5.6. Código de Conduta - Combate e prevenção à lavagem de dinheiro (art. 13, § 1º, V)

Benzecry e Pitta opina que as plataformas, não sendo instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, *"deverão observar as normas que dispõem sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa referentes aos crimes de*

lavagem ou ocultação de bens, direitos e valores, dispondo em seu Código de Ética de regras, procedimento e controles internos que permitam a identificação dos riscos e práticas dos crimes de lavagem ou ocultação de bens, direitos e valores, nos termos da Lei nº 9.613, de 03 de março de 1998, através da adoção de mecanismos para conhecimento dos investidores, bem como dos emissores de valores mobiliários cadastrados nas plataformas". Para tal, o escritório propõe a adição de alínea ao inciso V do § 1º do art. 13 com esta obrigação.

A sugestão foi acatada uma vez que os intermediários se submetem à Lei nº 9.613, de 1998, e às Leis nº 13.170, de 2015, e nº 13.260, de 2016. O requerimento que regras, procedimentos e controles constem do código de conduta exigido pelo procedimento de registro da plataforma apresenta razoabilidade ante os valores típicos de aplicações no **crowdfunding** de investimento.

5.7. Código de conduta – publicidade sobre conflitos de interesse e aderência à regulamentação aplicável (art. 13, § 1º, V)

Stocche Forbes sugere que o código também contemple as condutas envolvidas na elaboração da publicidade de potenciais conflitos de interesse a ser dirigida aos investidores. Adicionalmente, o escritório sugere que a aderência à legislação e regulamentação aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários seja confirmada por meio de declaração a ser divulgada pela plataforma, em seu próprio sítio eletrônico.

A sugestão não foi acatada, uma vez que a exigência de divulgação acerca de possíveis conflitos de interesse já consta do item 7 do Anexo 8 à Instrução, relativamente a cada oferta pública conduzida pela plataforma eletrônica de investimento participativo.

5.8. Entidades não personalizadas como administradores de plataformas (art. 13)

CFA sugere que a CVM permita que entidades sem fins lucrativos que regularmente fazem parte do ecossistema de empreendedorismo, como incubadoras e parques tecnológicos, possam ser habilitadas a atuar como plataformas. Assim, o CFA propõe a redação do **caput** do art. 13 seja ajustada de modo que não apenas as pessoas jurídicas, mas também os entes despersonalizados, com ou sem fins lucrativos, filantrópicos ou não, possam requerer o registro nos termos da norma.

A exigência de constituição de pessoa jurídica registrada no CNPJ é um requisito básico mínimo para conferir seriedade e segurança à prestação da atividade. Por exemplo, conforme disposto no art. 15, I, da Lei nº 6.385, de 1976, a participação no sistema de distribuição de valores mobiliários requer que a sociedade tenha por objeto a distribuição de emissão de valores mobiliários no mercado.

Portanto, uma incubadora ou aceleradora precisará constituir um pessoa jurídica tendo a atividade de distribuição como objeto. Assim sendo, a sugestão não foi acatada. Entidades que têm o objetivo de distribuir as ofertas de que trata a Instrução devem se adequar às exigências formuladas para registro.

5.9. Funcionamento da plataforma durante o prazo de análise do pedido de registro (art. 15)

Equity e Godke Silva expõem o fato que, de acordo com a Minuta, o período total de análise de um pedido de registro de uma plataforma pode alcançar 240 (duzentos e quarenta) dias até a concessão definitiva, se forem levados em conta os prazos para atendimento de exigências e o novo prazo de análise.

Os participantes entendem que não é economicamente saudável para uma plataforma que esteja iniciando suas operações ficar sem poder realizar ofertas durante prazo tão longo. Adicionalmente, a Equity sugere como aperfeiçoamento a inclusão de um parágrafo adicional ao art. 15, concedendo permissão à plataforma para atuar como se registrada fosse durante o curso deste prazo, desde que sejam observadas todas as demais regras previstas na norma.

Equity propõe, ainda, a redução do prazo total do processo de registro, eliminando-se o novo prazo de 90 dias de análise que passa a correr após o atendimento de exigências. Desse modo, o prazo total possível ficaria limitado a 150 (cento e cinquenta) dias, o que a associação entende como mais razoável.

A CVM considerou pertinentes os comentários e ajustou a duração dos prazos de modo que o processo de registro tenha a duração máxima de 180 dias.

As disposições transitórias também foram ajustadas, de modo que as plataformas que já tenham realizado pelo menos uma oferta pública de valores mobiliários por meio do mecanismo de

crowdfunding de investimento até a data de entrada em vigor da Instrução e tenham dado entrada no pedido de registro em até noventa dias após a entrada em vigor, ficam autorizadas a conduzir novas ofertas de valores mobiliários nos termos da Instrução até completarem o processo de obtenção de registro, conforme item 8.3 deste Relatório.

5.10. Procedimentos para ofertas em curso em caso de plataforma que teve sua autorização cancelada (art. 17)

Baptista Luz sugere o estabelecimento de obrigações de remessa de documentos e informações à plataforma que dará continuidade à oferta, visando minimizar os impactos negativos sobre os empreendedores de pequeno porte e sobre os investidores no caso de ofertas em curso.

Para tal o escritório propõe novos parágrafos incluindo permissão para o emissor designar outra plataforma para dar continuidade à oferta, a introdução de obrigação da plataforma cancelada transferir à plataforma designada todas as informações e documentos necessários, e uma salvaguarda de modo a deixar claro que ofertas em curso em plataformas cuja autorização para operação tenha sido cancelada não serão necessariamente canceladas.

ANBIMA também propõe a inclusão de dispositivo que inclua, entre as obrigações da plataforma, o estabelecimento de "*procedimentos no sentido de assegurar que, em caso de encerramento de atividades, elas continuem prestando os serviços que se comprometeram perante os investidores e o empreendedor de pequeno porte ou sejam responsáveis por viabilizar alternativas para a continuidade ou finalização dos serviços no melhor interesse do investidor*".

Stocche Forbes sugere que recaia sobre o emissor a obrigação de contratar outra plataforma neste caso, propondo um prazo de 30 (trinta) dias para tal. Na hipótese de que esta providência não tenha sido tomada dentro do prazo pelo emissor, o escritório sugere que a CVM indique uma plataforma substituta.

Existem diversas exigências da Instrução, cujo atendimento está vinculado à relação contratual entre o emissor e a plataforma, bem como a relação da plataforma com os seus clientes, que inviabilizam a continuidade da oferta por meio de outra plataforma, na hipótese de cancelamento da autorização para funcionamento.

Como existem diferentes hipóteses que ensejam o cancelamento da autorização, a decisão da CVM deve considerar se o seu efeito pode ficar condicionado ao encerramento de eventuais ofertas em andamento. Caso isso não seja possível em função dos riscos envolvidos, entende-se que as ofertas em curso devem ser canceladas.

6.Conduta da plataforma eletrônica (art. 19 a 31)

6.1. Responsabilidade pela veracidade das informações prestadas (art. 19, I, b)

Equity, EqSeed, e Godke & Silva, acreditam que a redação do inciso I, alínea "b", inviabilizará a operação de uma plataforma de **crowdfunding** de investimento no Brasil. O nível de diligência requerido é potencialmente ilimitado, subjetivo e está em contradição direta com o artigo 10 da Minuta, que estabelece que a responsabilidade pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações fornecidas à plataforma para fins de realização da oferta pública é do emissor, conforme a manifestação da Equity.

Segundo os participantes, o texto da Minuta, ao estabelecer que as plataformas respondam pela falta de diligência ou omissão, cria a exigência prática que as plataformas realizem uma auditoria completa da emissora, ou que o próprio emissor contrate e arque com os custos de tal auditoria. Tal comando legal gera custos e demandas de estrutura de pessoal que não são compatíveis com o **crowdfunding**, principalmente se for considerado o pequeno volume envolvido em cada oferta. Mesmo na hipótese não realística da realização de tais auditorias, as plataformas ainda ficariam sujeitas riscos jurídicos que inviabilizariam a sua operação.

Equity solicita alteração da Minuta de modo que as responsabilidades requeridas sejam razoáveis e atingíveis. Na proposta da associação, a plataforma será responsável por: (i) atestar somente às informações jurídicas básicas da emissora; (ii) exigir determinados documentos; e (iii) atestar que as "informações prestadas" pelo empreendedor, que lhe foram apresentados, estão refletidas de maneira consistente nas materiais da oferta disponibilizados aos investidores.

Motta Fernandes destaca que são necessários ajustes para que o padrão de **due diligence** imposto esteja em conformidade com os padrões e a magnitude das empresas e plataformas que operam no **crowdfunding**, por entender que os altos padrões previstos na Minuta não são compatíveis com a realidade.

Baptista Luz também considera os custos demasiados. O escritório propõe que a dosimetria para esse artigo pode ser estabelecida fazendo-se uma analogia com a cadeia de responsabilidades que existe atualmente no mercado secundário de valores mobiliários. De acordo com o Baptista Luz, "*o intermediário do mercado secundário, também na qualidade de gatekeeper, utiliza toda a sua diligência para garantir a coerência e eficiência das transações, deixando claro, nos respectivos documentos cadastrais dos seus clientes, que estes declaram como verdadeiras todas as informações que lhes foram prestadas***"**.

Assim, o escritório sugere que o termo "verdadeiras" seja suprimido da alínea "b", o que deixaria claro que a medida da diligência das plataformas restringe-se à verificação da consistência, suficiência e correição das informações, não podendo ser responsabilizada pela veracidade de informações que lhes foram prestadas de boa-fé pelo emissor.

Baptista Luz considera que o intuito do regulador será atendido que desse modo. O escritório cita, como exemplo da aplicação do dispositivo, o caso hipotético de uma plataforma ter conhecimento que uma informação é inverídica. Se, mesmo diante desse fato, nenhuma providência, com o intuito de evitar o comprometimento da tomada de decisão fundamentada dos investidores, foi tomada pela plataforma, esta fica sujeita a sanções pela CVM, nos termos da norma, por omissão na verificação da consistência das informações.

CFA concorda que a responsabilidade pela veracidade das informações prestadas deva ser imputada ao emissor. O instituto propõe a adição de um parágrafo explicitando que a "*plataforma não responde por dano causado aos investidores decorrente da prestação de informações falsas pelo empreendedor, tendo em vista que a plataforma não será responsável por conduzir qualquer tipo de auditoria no empreendedor*".

Em linha com esta proposta, CFA sugere a adição de um inciso introduzindo a obrigação da plataforma "*destacar para o investidor que o plano de negócios apresentado pelo empreendedor pode conter opiniões, estimativas e avaliações que podem não ocorrer devido a percepções sobre o mercado ou a economia que acabem por não se concretizar, dessa forma o investidor não deve tomar o plano de negócios como algo que irá obrigatoriamente se materializar*".

CCA também vê como um requisito para o desenvolvimento deste mercado no Brasil que a regulamentação isente as plataformas de responsabilidade no caso de prestação de informações inverídicas pelo emissor. O participante observa que a maneira como a Minuta estabeleceu a responsabilidade sobre a veracidade das informações para a plataforma pode parecer bastante lógica a princípio, mas não necessariamente se aplica ao **crowdfunding**.

CCA cita, como exemplo, um caso hipotético de uma firma inovadora em biotecnologia e que tem propriedade intelectual desenvolvida por um Ph.D. na área. O participante alerta que os profissionais da plataforma não terão condições de avaliar aspectos científicos que requerem formação avançada específica no assunto.

Entretanto, prossegue o CCA, outro Ph.D., um investidor potencial, pode ser capaz de tal avaliação. A realização da **due diligence** por uma multidão de pessoas é uma das premissas positivas do **crowdfunding**. Assim, como no caso do exemplo apresentado pelo Baptista Luz, o participante entende que a plataforma só poderia ser responsabilizada se soubesse **ex ante** que a informação era incorreta e indutora ao erro.

Stocche Forbes observa que, conforme os termos da Minuta, a função desempenhada pelas plataformas eletrônicas estaria sendo equiparada à função dos coordenadores líderes de ofertas públicas, e tal equiparação obrigaria as plataformas a construir uma estrutura demasiadamente robusta e incompatível com o tamanho e valor das ofertas de emissão de empreendedores de pequeno porte.

Por essa razão, o escritório sugere que a redação da alínea "b" seja alterada, definindo que a obrigação da plataforma será obter do empreendedor de pequeno porte uma declaração atestando que as informações por ele prestadas são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta. Stocche Forbes sugere redação semelhante para a alínea "f" em relação às informações prestadas pelo investidor líder.

EqSeed sugere que as diligências cabíveis a serem realizadas pelas plataformas sejam esclarecidas na norma para que o nível de responsabilidade das plataformas seja limitado e claramente definido. No entender da EqSeed, a responsabilidade das plataformas deve ser limitada à verificação somente daquelas informações do emissor passíveis de verificação por fontes públicas disponíveis tais como a Receita Federal, a prefeitura do local e serviços como SERASA Experian, por exemplo, e à

confirmação que as informações comerciais do empreendedor nos materiais da oferta são consistentes com as informações comunicadas a ela pelo empreendedor de pequeno porte.

EqSeed propõe que a responsabilidade pela veracidade das informações prestadas pelo empreendedor de pequeno porte seja unicamente do próprio empreendedor. Equity e Godke Silva propõem também que a CVM poderia delegar a autorregulação o dever de definir quais são os deveres de diligência esperados das plataformas.

ANBIMA analisou os deveres das plataformas mencionados nos arts. 18 e seguintes da Minuta e concluiu que "*a atuação da plataforma consistiria simplesmente em uma verificação formal do cumprimento dos requerimentos previstos na norma, sem qualquer requisito e/ou responsabilidade sobre ofertas mal conduzidas*".

ANBIMA sugere que "*as plataformas assumam responsabilidades semelhantes àquelas designadas aos coordenadores líderes (previstas na Instrução CVM nº 400, de 2003), naquilo que for aplicável ao conceito e à natureza da captação de recursos via crowdfunding, inclusive com eventuais responsabilidades civis perante os investidores que tenham realizado investimento com base em informações falsas, incompletas ou insuficientes*".

Como comentado no edital, ao considerar a possibilidade de atuação da plataforma na distribuição de valores mobiliários, a CVM entendeu necessário que essa cumpra o papel de **gatekeeper**, assumindo um conjunto de responsabilidades perante os investidores e a CVM.

Essa função é de grande relevância, posto que as ofertas são conduzidas em regime de dispensa automática de registro, sem qualquer apreciação prévia por parte das áreas técnicas da CVM. Nesse contexto, a CVM entende que o exercício do papel de **gatekeeper** consiste em envidar seus melhores esforços para assegurar que as informações prestadas pelo emissor são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes.

É importante destacar que a obrigação prevista na norma trata-se de uma obrigação de meio e não de fim (em que ela responderia, de fato, pela veracidade, consistência, correção e suficiência). Portanto, o que se espera da plataforma, é que ela atue, diligentemente para verificar as informações

quanto aos aspectos mencionados.

Como foi dito, um modelo em que a plataforma opera apenas como um mural de anúncios de ofertas, sem maiores responsabilidades da plataforma sobre elas e sem o dever de proteger os investidores e impedir fraudes e solicitações de investimento indevidas, não é aceito na maioria das jurisdições em que este tipo de oferta já foi regulamentado.

É notório, ainda, que as plataformas estão sendo cautelosas para conhecer e selecionar os empreendedores que desejam ofertar em seu ambiente e que, não raro, fecham as portas para empreendedores em que os próprios administradores da plataforma não acreditam e que podem de alguma forma prejudicar a reputação da plataforma.

Aliás, tal prática é consistente com o interesse das plataformas em serem remuneradas por meio de taxa de performance, isto é, pressupõe-se que elas selecionarão aqueles emissores mais promissores e, para isso, é necessário conhecê-los.

Assim, considerando o tamanho das sociedades empresárias de pequeno porte, as negociações necessárias com os representantes das plataformas e o escrutínio das plataformas para que eles se qualifiquem para realizar a oferta pública, acredita-se que a plataforma está apta a tomar as cautelas necessárias para assegurar a veracidade, consistência e coerência das informações prestadas pela sociedade empresária de pequeno porte e pelo investidor líder, dentro dos limites de razoabilidade exigidos para cada tipo de informação prestada.

Comparativamente, temos obrigação semelhante para os intermediários, incluindo pequenas distribuidoras, nas ofertas públicas com esforços restritos, mesmo em ofertas inferiores a R$ 1 milhão, por exemplo.

É importante mencionar, por fim, que como se trata de uma obrigação de meio, a CVM compreende é possível que as plataformas sejam ludibriadas por um sociedade empresária de pequeno porte que venha a realizar uma fraude no mercado, mas a plataforma poderá comprovar que

as diligências esperadas foram realizadas e que não havia como prever a ocorrência de tal situação.

Nesse sentido vale dizer, ainda, que as projeções e estimativas informadas pelo emissor não estariam inseridas nesse contexto de veracidade, devendo as plataformas analisá-las levando em consideração a sua coerência e consistência.

Em função disso, a sugestão não foi acatada.

6.2. Direito de alienação conjunta (art. 19, I, e)

Marco Poli considera importante que a norma introduza outras exigências mínimas nos termos contratuais empregados nas ofertas públicas de **crowdfunding** de investimento, incluindo cláusulas de proteção que são usualmente exigidas por investidores mais experientes.

Marco Poli cita, como exemplos, cláusulas de: (i) **lock up**; (ii) **non compete**; (iii) **co-sale (tag along)**; (iv) proibição de resgate antecipado sem anuência do credor, em caso de instrumento de dívida; (v) em caso de dívida, a conversão só se dará pela intenção do credor; (vi) opção de venda para o emissor a R$ 1, em favor do investidor, da totalidade dos valores mobiliários distribuídos na oferta pública, executável a qualquer momento; e (vii) obrigação do emissor transformar-se em S.A, caso o investidor exerça a conversão da dívida, em caso de emissor constituído na forma de outro tipo societário.

Veirano Advogados sugere que o dispositivo estenda de modo claro o direito de alienação conjunta inclusive às ações sem direito a voto. O escritório esclarece que a alteração visa evitar que esse importante direito seja injustificadamente eliminado em relação aos investidores que adquiram títulos conversíveis em ações sem direito a voto.

Os comentários foram considerados parcialmente pertinentes e a proibição de resgate antecipado sem anuência do credor foi incorporada à norma.

A CVM entende que algumas das propostas de Marco Poli já estavam contempladas da Minuta e outras poderiam agregar alguma proteção ao investidor, mas o ganho de sua imposição em norma seria desproporcional ao custo do engessamento exagerado dos contratos. Em relação ao comentário do

Veirano Advogados, entende-se que a redação atual do dispositivo já endereça a preocupação do escritório.

6.3. Ajuste relativo à possibilidade de contrato de participação nos termos da Lei Complementar 155/2016 (art.19, I, e – atual alínea g)

Baptista Luz sugere incluir a palavra "instrumentos" para que este artigo fique em linha com a figura societária introduzida pela Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016, que altera a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

A sugestão é válida e foi refletida na versão final da norma.

6.4. Papel da plataforma quanto à asseguração de que o investidor receba do emissor o valor mobiliário subscrito (art. 19, I, i)

Baptista Luz propõe ajuste diante do fato que plataforma não será a depositária central dos valores mobiliários emitidos pelo empreendedor de pequeno porte (art. 46), nem realizará atividades de intermediação secundária de valores mobiliários (art. 28, X). O papel correto dela no contexto do art. 19, I, (i) é o de assegurar que o empreendedor de pequeno porte realize os atos necessários para que o valor mobiliário subscrito seja recebido pelo investidor, uma vez que a prática desses atos é atribuição do emissor, ressalta o escritório.

Como **gatekeeper** da oferta pública dispensada de registro por meio do **crowdfunding** de investimento, compete à plataforma assegurar que o investidor receba os valores mobiliários subscritos. Nesse sentido, a plataforma tem autonomia para determinar livremente o procedimento que vai utilizar, inclusive condicionando o recebimento dos recursos da oferta à transferência dos valores mobiliários subscritos aos investidores. Assim, a sugestão não foi acatada.

6.5. Custódia dos ativos

ANBIMA comenta que não há qualquer comando na regra exigindo que uma terceira parte faça a custódia dos ativos ofertados via **crowdfunding**. A associação comenta que um levantamento realizado

pela IOSCO indica que uma série de jurisdições faz essa exigência como forma de garantir a existência dos ativos e prover sua devida guarda.

ANBIMA sugere que a CVM contemple a inclusão de requisito de dispositivo de controle, registro ou mecanismo que assegure a existência dos ativos, entendendo que haverá prováveis custos adicionais, mas com os benefícios "*da garantia da titularidade dos ativos pelos investidores, reforçando o controle e a proteção desses*".

CMCAP argumenta que a falta de "*um regime mínimo referente à escrituração e custódia dos valores mobiliários de emissores de pequeno porte*" é relevante. No entender da entidade, a lacuna tem consequência, pois "*pouco se pode afirmar quanto à instrumentação do valor mobiliário emitido e de seu registro nos arquivos do emissor ou da plataforma*".

Portanto, conclui que a Minuta "*institui diversos registros de diferentes naturezas e efeitos, mas não quanto a um de mais relevante interesse do investidor, hábil a comprovar a titularidade dos valores mobiliários que veio a adquirir*".

CMCAP propõe que a norma preveja expressamente um ou mais regimes possíveis para tratar do assunto e cita como exemplos: "*(i) a extração de cártulas e entrega aos titulares, permitindo sua circulação; (ii) emprego de livros facultativos, com ou sem registro na junta comercial, à semelhança daqueles de registro de ações nominativas, debêntures e partes beneficiárias de que trata a Lei nº 6.404/76*."

No entender da CMCAP "*nenhuma razão de maior importância impediria que as plataformas pudessem ser enquadradas como escrituradores ou custodiantes de valores mobiliários exclusivamente de emissores de pequeno porte. A possibilidade permitiria que as plataformas (i) auferissem receitas adicionais às decorrentes da veiculação da oferta; (ii) ampliassem as características de seu modelo de negócios; (iii) conferissem segurança aos emissores e investidores, na medida em que estariam obrigadas a manter estrutura técnica e tecnológica suficiente; (iv) não exercessem funções ou atividades que sejam incompatíveis; e (v) já estão classificadas como integrantes do sistema de distribuição, aos quais é permitida essa função*".

Os valores mobiliários ofertados nas plataformas de crowdfunding serão majoritariamente

contratuais ou cartulares (não escriturais) e não há previsão de sua negociação secundária em mercados regulamentados. Portanto, eles não serão objeto de deposito centralizado ou de registro obrigatório e não se vislumbra a necessidade da obrigatoriedade da custodia desses ativos, restando claro para os investidores os riscos que podem advir de tal característica.

Quanto à possibilidade de conceder autorização às plataformas de **crowdfunding** para a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários, a CVM esclarece que esta autorização, nos termos da Instrução CVM nº 542/13, é concedida a bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, caixas econômicas, sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, e entidades prestadoras de serviços de compensação e liquidação e de depósito centralizado de valores mobiliários, e que as plataformas não se encaixam em nenhum destes tipos.

Adicionalmente, os custos envolvidos para contratar esses prestadores de serviço ou para desenvolver a estrutura necessária para prover tais serviços podem ser demasiadamente altos para as plataformas, inviabilizando a sua atividade. Vale ressaltar que o **crowdfunding** de investimento no Brasil ainda é bastante incipiente e que a CVM irá acompanhar o desenvolvimento dessa atividade nos próximos anos, podendo, se for o caso, rever essa decisão no futuro.

6.6. Termo de ciência de risco (Art. 19, IV)

6.6.1. Obtenção da assinatura do investidor

Mauro Matos comenta que não está claro se a norma pode ser atendida por assinatura obtida de forma eletrônica. Outro ponto de dúvida relatado pelo participante é se a assinatura deve ser obtida em todas as transações efetuadas pelo investidor, ou se basta uma assinatura obtida uma única vez e que dê ciência ao investidor que estará exposto aos riscos do **crowdfunding** de investimento em todas as suas transações.

A assinatura eletrônica não está proibida pela norma e pode ser utilizada pela plataforma que tiver os sistemas eletrônicos adequados para isso. Já a assinatura do investidor deve ser obtida a cada oferta.

6.6.2. Termo de ciência de risco relativo à participação em sociedades limitadas (art. 19, IV, b)

Equity e Godke e Silva consideram que tal risco somente existirá caso os termos de conversão possibilite que o investidor receba quotas de uma sociedade limitada. Caso isso não seja aplicável, os participantes ponderam que a plataforma não deveria ter a obrigação informar sobre riscos que de fato não estão associados ao investimento. Portanto, sugerem o ajuste da redação da alínea "b" com o termo "quando aplicável".

A sugestão foi acatada para fins de clareza. Contudo, conforme item 4.2.7, como não há imposição que um emissor constituído como sociedade limitada realize a transformação em sociedade anônima, a CVM entende que esse risco somente é inexistente no caso de sociedade empresária de pequeno porte que já esteja constituída como sociedade anônima no momento da oferta.

6.7. Fórum eletrônico de discussão (art. 19, VI)

Albino Advogados sugere ajuste deste dispositivo de modo que o acesso ao fórum para fins de leitura possa ser realizado pelo público em geral, mas as manifestações escritas fiquem restritas aos usuários identificados no âmbito do fórum, visando evitar a postagem de comentários anônimos prejudiciais.

Equity e Godke e Silva entendem que o dispositivo carece de ajuste como reflexo do pleito externado para o ajuste aos artigos 8 e 18 (ver item 4), referente à proposta de supressão da obrigatoriedade de acesso irrestrito às informações essenciais da oferta. Os participantes consideram que os fóruns que podem aumentar transparência e engajamento dos investidores com a oferta, porém enfatizam que um fórum completamente aberto cria uma "*situação altamente desfavorável para o empreendedor de pequeno porte, cujos concorrentes ou qualquer um poderiam livremente direcionar comentários negativos com a intenção de atrapalhar a captação*".

Dessa forma, Equity e Godke e Silva propõem um fórum em que somente investidores com acesso à oferta possam participar (em linha com a sugestão anterior que o emissor possa selecionar dentre os usuários da plataforma quais poderiam ter acesso à oferta), enviando suas indagações diretamente ao emissor, de maneira identificada, de maneira a permitir que se constate qualquer conflito de interesses.

Godke e Silva observa que "*a identificação deverá ser completa, mediante cadastro prévio e documentado, caso contrário, qualquer pessoa poderia criar perfil de usuário com informações falsas*".

Os participantes também elencam razões de base tecnológica, citando que a possibilidade de visitantes não cadastrados na plataforma enviarem perguntas diretamente ao fórum torna sua operação inviável. Observam Equity e Godke e Silva que um fórum aberto receberia muitos **posts** e **links spam** de **robots** designados para distribuir **spam** por meio da internet e somente com a capacidade exigir que o usuário esteja 'logado' na plataforma para submeter qualquer conteúdo é que será possível gerenciar este tipo de problema.

Tozzini Freira propõe que o acesso ao fórum seja somente possível aos usuários cadastrados, por entender que "*a obrigatoriedade da manutenção de um ambiente de discussões, sem qualquer possibilidade de restrição de acesso para o público em geral, é incoerente com a natureza disruptiva do mercado, razão pela qual sugerimos que as Plataformas possam disponibilizar informações a um público previamente selecionado, em razão de seus interesses prévios em investimentos semelhantes*".

Stocche Forbes também sugere que o acesso ao fórum só seja possível mediante cadastro prévio.

A sugestão de Equity e Godke e Silva foi aceita, em função da decisão mencionada no item 4.1.

6.8. Avaliação do perfil de investimento dos investidores (art. 19)

ANBIMA expressa preocupação com o fato que na Minuta consta permissão para que todo e qualquer investidor de varejo possa adquirir títulos de investimento coletivo que são sujeitos a riscos elevados, não tendo sido estabelecidas restrições de acesso ao varejo ou um procedimento de **suitability** como salvaguardas.

Conforme as regras atuais da CVM, a oferta de produtos e serviços de investimento a investidores de varejo vem acompanhada da obrigatoriedade da condução do processo de **suitability**, que se aplica a qualquer instituição integrante do sistema de distribuição, alerta a ANBIMA.

Em sintonia, o acesso a produtos complexos, de elevado risco ou que demandam conhecimento especializado também está sujeito a uma série de restrições. Fundos de recebíveis ou empresas emergentes são restritos a investidores qualificados, por exemplo, lembra a ANBIMA.

A análise da Minuta revela que a maior flexibilidade no acesso do varejo nessas ofertas descansa na condição que os limites sejam rigorosamente cumpridos. Em função da relevância central destes limites, a ANBIMA considera que a obrigação contida no Art. 4º, parágrafo único, de que a plataforma deverá "solicitar e guardar documentação comprobatória ou a declaração do investidor" acerca do cumprimento dos limites estabelecidos parece branda.

A participante propõe que as condições a serem exigidas das plataformas para efetivo controle e monitoramento das operações no segmento sejam estabelecidas e verificáveis. A norma deve conter requisitos que deixem claros o papel e as responsabilidades das plataformas posto que é fundamental que estas tenham capacidade de assegurar o cumprimento e enquadramento de todos os limites, uma vez que serão os únicos integrantes desse segmento sujeitos a registro na CVM.

Veirano Advogados sugere a inclusão de um inciso no artigo 19 de modo que se imponha obrigação à plataforma eletrônica de investimento de realização de avaliação de perfil de investimento de seus clientes (**suitability**), nos termos da Instrução CVM nº 539, de 2013.

Entretanto, conforme o escritório, a sugestão objetiva "*possibilitar que um empreendedor de pequeno porte selecione, desde o momento de divulgação de sua oferta pública, o perfil de investidor a que esta será destinada. Esse perfil passará por considerações a respeito da renda anual bruta, do patrimônio, da formação acadêmica, e da experiência profissional do investidor, e da finalidade, da duração, do valor, do período e do setor de mercado da captação pretendida pelo empreendedor de pequeno porte*". A avaliação da adequação dos clientes da plataforma ao perfil selecionado pelo emissor é elaborada pela plataforma de acordo com a proposta do Veirano Advogados.

Em sintonia, o escritório sugere que no art. 13, § 1º, referente aos requisitos para o registro da plataforma na CVM, seja adicionada uma alínea mencionando a necessidade da plataforma demonstrar que dispõe de procedimentos e sistemas de tecnologia adequados para realizar a avaliação dos perfis dos investidores. Adicionalmente, o Veirano Advogados propõe um ajuste no art. 3º, IV, dando permissão ao emissor para especificar junto à plataforma as características ou perfis de investidores somente aos quais a oferta poderá ser destinada.

Veirano Advogados justifica sua proposta cientificando que "*empreendedores de pequeno porte têm grande receio de abrir dados estratégicos para o público em geral*". Frequentemente, estes emissores

visam "*utilizar as plataformas para se conectarem com um grupo selecionado de investidores, com afinidade/experiência em seus segmentos de mercado*".

A alteração, portanto, visa a possibilitar ao empreendedor selecionar um tipo específico de investidor, cujo perfil seria objetivamente auferido pela plataforma; sendo que só haverá divulgação de informações sobre a oferta pública aos investidores selecionados. No entender do escritório, "*proibir essa alternativa acarretará, necessariamente, uma seleção adversa muito forte dos negócios veiculados nas plataformas, prejudicando, em última análise, os próprios investidores*".

A imposição de limites individuais relativamente baixos de investimento, a obrigação do termo de ciência de risco, dos alertas e do material didático são mitigadores de uma venda inadequada. A CVM, em função disto, ao analisar as características do investimento via **crowdfunding**, conscientemente optou por dispensar a necessidade de aplicação do processo de **suitability**, considerando, ainda, que todo investimento nessa classe de ativos é altamente arriscada e que não haveria diferentes perfis de produtos.

Em relação aos comentários do Veirano Advogados, remete-se à decisão mencionada no item 4.1, que endereça às preocupações do participante quanto à seleção adversa. Dessa forma, as sugestões não foram acatadas.

6.9. Restrição à alteração no plano de negócios (art. 20, II, b)

Baptista Luz entende que a redação flexível do art. 20 possa sujeitar os investidores a abusos por parte do emissor, caso alterações no plano de negócios possam ser realizadas sem restrições após o recebimento do montante arrecadado. O escritório enfatiza que "*para um investidor, os objetivos do empreendimento sujeito ao invesment-based crowdfunding, os produtos ou serviços oferecidos e o planejamento com relação ao uso dos recursos captados são informações relevantes que participam da decisão quanto à realização ou não do investimento*".

Conclui o escritório que a possibilidade de alteração indiscriminada do plano de negócios pelo emissor pode oferecer a oportunidade deste atuar em completo desacordo com o informado nos materiais da oferta. Baptista Luz sugere a adição de dispositivo determinando que o plano de negócios que consta das informações essenciais da oferta não poderá sofrer modificações relevantes quanto aos objetivos,

principais produtos ou serviços oferecidos, bem como quanto à destinação e forma de uso dos recursos captados.

O escritório também considera que a norma deve oferecer, pelo menos, a oportunidade do investidor desistir do investimento em caso de alterações estratégicas do plano que descaracterizem a essência do projeto inicialmente proposto.

Entende-se que é pertinente e natural a ocorrência de alterações no plano de negócio do emissor ao longo de sua vida após a oferta, sobretudo para permitir a resolução de novos desafios surgidos em um mercado profundamente dinâmico. Desta forma, a sugestão não foi acatada.

Adicionalmente, a CVM não tem competência para impedir ou determinar a devolução dos valores já investidos após o encerramento da oferta, caso o emissor venha a alterar o seu plano de negócios, mas pode vir a analisar a sua conduta no tocante à verificação de fraude ou má fé por parte do emissor.

6.10. Obrigação de divulgação de informações contínuas do emissor após a oferta (arts. 20 a 24)

Equity e Godke Silva entendem que a obrigação de divulgar informações da empresa após a conclusão da oferta deve ser exclusiva do emissor. Os participantes clamam que a plataforma não deve ser responsabilizada ou obrigada a divulgar informações do emissor além dos materiais disponibilizados na oferta pública e solicitam a supressão dessas obrigações no texto da norma. De acordo com os participantes, as plataformas "*não tem condições de forçar o emissor a entregar informações a serem publicadas*".

O emissor pode realizar a divulgação das informações em tela em seu próprio portal na rede mundial de computadores ou em outro canal de sua escolha, inclusive sem custo adicional para os investidores, alegam os participantes. A proposta é que a exigência de divulgação seja compatível com as obrigações de **disclosure** previstas na Instrução CVM n° 476, de 2009.

As plataformas são entendidas pela Equity e pelo Godke Silva como uma ferramenta de condução de ofertas primárias e não como mercados secundários. Segundo os participantes, "*as*

informações da empresa, bem com a sua governança corporativa são a responsabilidade exclusiva do emissor e de seus administradores".

Adicionalmente, os participantes defendem que as plataformas não são estruturadas com recursos econômicos que possibilitem a manutenção de um sistema de divulgação de informações de longo prazo como os relacionamentos entre investidores e emissores podem requerer. Concluem os participantes que "*a aprovação da redação atual desse artigo ameaçará a existência do mercado de* ***investment-based crowdfunding*** *por tornar a operação das plataformas inviáveis*".

CMCAP observa que algumas regras de conduta propostas nestes artigos não são "*imediatamente cabíveis à plataforma, mas a outros participantes da oferta*". Cita, por exemplo, os arts. 20, II, e 22, II, que, no entender da participante, dizem respeito a fatos e ocorrências que escapam a atuação da plataforma como veiculadora da oferta. A imputação às plataformas de responsabilidade sobre atividades que pressupõem a disponibilização, em caráter permanente, de um serviço de comunicação entre investidores e emissores após o encerramento da oferta parece exorbitada.

Adicionalmente, CMCAP alega que não parece que cabe suficiente poder de atuação às plataformas em determinadas situações que podem ocorrer. Por exemplo, qual seria "*a sua responsabilidade se o emissor não lhe fornece informações? A quem deve a plataforma recorrer nessa situação, e quais os remédios cabíveis*?". A Minuta foi silente em relação a estes aspectos relevantes no entender da entidade.

CMCAP também considera que esta atividade poderá ser exercida por empresas que não sejam plataformas. A imputação desta responsabilidade às plataformas pode aumentar os custos da oferta se os gastos relativos a esse serviço forem incluídos nos honorários pela veiculação da oferta.

EqSeed alerta que, se as disposições dos arts 21 e 22 da Minuta forem consideradas em conjunto com aquelas do art. 19, resulta a imposição de uma responsabilidade de longo prazo às plataformas em relação à veracidade das informações fornecidas pelo empreendedor de pequeno porte, já que a plataforma sempre deverá confirmar que as informações do empreendedor (pré e pós oferta) "sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes".

Para EqSeed, a imposição de tal obrigação vai claramente muito além do razoável, tanto pelos grandes riscos jurídicos gerados como pelos altos custos gerados para as plataformas pela exigência de

receber, checar e repassar todos as comunicações entre centenas de empreendedores e milhares de investidores.

A atuação compulsória da plataforma como intermediária nas comunicações futuras entre os empreendedores e os investidores é algo completamente desnecessário no entender da EqSeed, pois já existem serviços especializados no relacionamento entre investidores e as suas empresas investidas. A participante cita como exemplo, os serviços da plataforma brasileira Novare.vc. EqSeed tem como expectativa que, assim como vem ocorrendo mundialmente nos vários países em que a regulamentação tem apoiado os mercados de **investment-based crowdfunding**, diversos serviços especializados como este surgirão no Brasil.

Tozzini Freire propõe ajuste na redação do art. 21 de modo a permitir que as plataformas cumpram a obrigação pelo mero fornecimento do endereço da página do emissor na internet onde serão prestadas as informações. O escritório alerta que, se o **investment-based crowdfunding** vier a desempenhar um papel efetivo como alternativa de financiamento de empresas em estágio inicial, é porque os custos relacionados às ofertas são de fato os mais baixos possíveis.

Tozzini Freire considera que o comando constante da Minuta força a hospedagem de um grande número de informações no **site** das plataformas impondo custos significativos. Tais custos podem ser diluídos pela possibilidade de hospedagem nos diferentes **sites** dos emissores, sem prejuízo informacional para o investidor.

Marco Poli não vislumbra razão para a conversão do valor mobiliário em ações de sociedade anônima (art. 22, II) ser motivo para que cesse o fornecimento de informações. O participante entende que a mera transformação em S.A. não pode ser base para a "*mudança no relacionamento entre investidor e investida, diminuindo o acesso e restringindo o conhecimento do investidor sobre o seu ativo*".

Marco Poli considera que, num possível evento de autorização para abertura de capital, podem ser geradas obrigações de sigilo que podem vir a ser incompatíveis com as obrigações constantes da norma. Somente em tal situação o participante vislumbra uma possível mudança no fluxo informacional, mas não numa mera transformação de tipo societário, por isso sugere ajuste na redação do dispositivo.

Baptista Luz propõe acréscimo de um parágrafo considerando a possibilidade de emissão de valores mobiliários cuja conversibilidade em participação societária fica a critério do investidor, podendo este exigir, alternativamente, o pagamento no lugar da conversão. O escritório entende que a cessação da obrigação de divulgar as informações (arts. 20 e 21) deve contemplar qualquer dessas possibilidades, a depender da opção manifestada pelo investidor.

Inicialmente, vale ressaltar que a obrigação de elaboração e de envio das informações contínuas e periódicas as quais a sociedade empresária de pequeno porte se comprometeu a divulgar é dela própria e não cabe às plataformas.

As plataformas possuem outras obrigações decorrentes do cumprimento ou não dessa obrigação. Primeiro, as plataformas devem estabelecer os mecanismos contratuais que determinam o envio de tais informações pelas sociedades empresárias de pequeno porte, podendo, inclusive, ser recompensada financeiramente pela realização desse serviço.

Segundo, as plataformas devem disponibilizar tais informações aos investidores que aderiram à oferta, preferencialmente por meio da página da oferta no **site** da plataforma, que deve ser mantido em funcionamento por 5 (cinco) anos após as ofertas.

Caso a sociedade empresária de pequeno porte deixe de cumprir com as suas obrigações, a responsabilidade da plataforma está limitada à inclusão da sociedade na lista de emissores inadimplentes, que deve ser mantida pública. A inadimplência com o fornecimento das informações contínuas impede a sociedade empresária de pequeno porte de utilizar o mecanismo do **crowdfunding** de investimento novamente.

Portanto, a responsabilidade da plataforma está restrita ao controle do recebimento das informações contínuas do emissor e à sua divulgação.

Contudo, considerando os argumentos trazidos pelos participantes, a CVM aceitou a possibilidade de que tais informações estejam armazenadas e disponíveis em outro local. Nesse caso,

as informações contínuas dos emissores podem estar disponíveis em uma página de um terceiro prestador de serviço ou do próprio emissor, devendo a plataforma apenas manter um link na página da oferta no **site** da plataforma para redirecionamento. Para tanto, o termo "envio" foi substituído por "disponibilização" no inciso I do art. 20.

Essa opção regulatória da CVM mantém a responsabilidade da plataforma de verificar a disponibilização da informação corretamente e da inclusão do emissor na lista de inadimplentes, quando necessário.

Em relação ao comentário de Marco Poli, entende-se que as obrigações de prestação de informações de uma sociedade anônima definidas em lei são suficientes para o seu acompanhamento por parte de seus acionistas, sem prejuízo de a sociedade empresária de pequeno porte voluntariamente manter a prestação das informações com as quais se comprometeu a fornecer por ocasião da oferta. Por este motivo a proposta de Marco Poli não foi acatada.

A CVM entende que a proposta de equiparar a divulgação de informações dos emissores das plataformas de **crowdfunding**, sociedade empresária de pequeno porte, àquelas previstas na Instrução CVM n° 476/09, seria uma imposição desproporcional para essas sociedades e a sugestão não foi acatada. Os demais comentários recebidos não foram acatados.

6.11. Material didático (art. 25)

Equity e Godke Silva comentam que a regra proposta não deixa claro se tal obrigação deve ser cumprida sempre que o investidor fizer pedido de reserva ou uma única vez. Assim, os participantes propõem a redação deixe claro que o material deve ser encaminhado uma única vez no momento do cadastro do investidor na plataforma.

Tozzini Freire propõe melhoria na redação do inciso I, para que reste claro que o material didático não se confunde com as informações da oferta a serem prestadas em atendimento às exigências contidas no art. 8º. O escritório sugere que o referido material deve "*versar sobre as operações realizadas neste mercado, de maneira ampla, não se restringindo à oferta em realização no momento de sua divulgação. É como se fosse um manual de operações*".

João Lima e Gabriel Dias comentam que a divulgação das taxas de mortalidade de empreendedores de pequeno porte, da maneira como redigida (inc. VI), não é passível de atendimento imediato, posto que a figura do empreendedor de pequeno porte será criada com a edição da instrução. Assim, os participantes sugerem que a redação faça referência às taxas de mortalidade observadas ao longo do período que irá se iniciar com a criação da plataforma e somente em relação a emissores que captaram pela mesma.

Em relação ao disposto no inciso XI, relativo à ciência a ser dada aos investidores sobre ausência de obrigatoriedade de apresentação de demonstrações contábeis e de exigência de auditoria independente das demonstrações, IBRI e Viera Drigo entendem que a afirmação não está correta em relação às demonstrações contábeis em função do atual Código Civil (Lei nº 10.406/2002) determinar que mesmo sociedades limitadas devem levantar e colocar à disposição de seus sócios demonstrações contábeis em frequência anual.

Marco Poli propõe o acréscimo da informação que a constituição de um portfólio diversificado por parte do investidor é o maior mitigador dos riscos envolvidos no investimento em **startups**, ponto que o participante considera como a principal informação necessária ao se considerar a realização desse tipo de investimento conforme mencionado no item 3.10.1.

O material didático, conforme disposto no § 1º do art. 25, deve ser encaminhado ao investidor que se cadastrar na plataforma e ficar disponível em página especialmente dedicada a este conteúdo. A CVM reforça que este material não deve ser confundido com as informações essenciais da oferta.

O comentário de João Lima e Gabriel Dias foi considerado pertinente e o dispositivo foi alterado para endereçar a preocupação do participante. Em relação ao comentário do IBRI e Viera Drigo, a CVM lembra que os investidores podem, adquirindo títulos de dívida, não se tornar sócios da investida e assim não fazerem jus ao recebimento obrigatório das demonstrações contábeis conforme disposto na lei. O comentário do Marco Poli foi considerado pertinente e está sendo incorporado à norma.

6.12. Vedações (art. 28, V a XVI)

6.12.1. Recomendações personalizadas aos investidores (art. 28, VII)

Equity entende que, conforme os termos da Minuta, apenas um perfil de risco é aceito considerando que há inúmeros avisos de risco obrigatórios na norma proposta, os quais deixam claro para os investidores que quaisquer investimentos nesta modalidade de **crowdfunding** são de alto risco.

Assim, embora não haja na Minuta obrigação das plataformas realizarem processo de **suitability** dos investidores cadastrados, o que, na visão da Equity, permitiria a plataforma fazer recomendações de investimento conforme a Instrução CVM nº 539, de 2013, a combinação do conhecimento em relação ao risco elevado com os limites de aporte por investidor que existirão para garantir que os investidores não se exponham mais do que o sugerido, pode justificar a exclusão da vedação à realização de recomendações personalizadas.

Conforme Equity e Godke Silva, "*por serem ofertas operadas em ambientes digitais, é possível e desejável otimizar a comunicação da plataforma com os investidores e usuários cadastrados em seu serviço de acordo com a sua experiência de navegação ou comportamento no uso do serviço, podendo se utilizar esses dados para otimizar a segmentação de comunicação desta plataforma com o público interessado*".

Godke Silva solicita esclarecimento se a plataforma poderá ou não encaminhar comunicação aos investidores de sua base sobre ofertas de investimento que se encaixem na sua preferência sinalizada em seu cadastro inicial no serviço.

Mauro Matos faz questionamento semelhante: "*Por exemplo, a plataforma pode manter categorias como área de atuação das empresas (energia renovável, big data, internet das coisas, etc...), e a partir de um perfil de investimento nas áreas de atuação de um investidor a plataforma atualizar as ofertas abertas para um determinado segmento, porém, sem detalhar a oferta?*".

A CVM entende, da mesma forma que a Equity, que as características do investimento via **crowdfunding,** nos termos propostos na regulação, conduzem a um perfil de risco único para os valores mobiliários objeto das distribuições públicas.

Ainda, a possibilidade de a plataforma fazer comunicações direcionadas a seus clientes em

função de suas preferências declaradas no cadastro inicial faz sentido e a CVM entende que essa prática não está vedada pela norma. Pelo contrário, há inclusive dispositivos normatizando a forma de realização dessa comunicação, conforme Seção III do Capítulo V.

A CVM alerta para a diferenciação de comunicações direcionadas aos clientes da plataforma, em que se informa sobre a existência de uma oferta, e as recomendações típicas realizadas por intermediários, que devem seguir as regras específicas sobre a adequação dos produtos ao perfil de risco dos clientes.

6.12.2. Receber depósitos dos montantes disponibilizados pelos investidores em conta corrente ou realizar qualquer atividade privativa de instituição financeira (art. 28, VIII – atual VII)

Equity e Godke Silva chamam a atenção para a existência da regulamentação dos arranjos e das instituições de pagamento, nos termos da Lei n° 12.865, de 9 de outubro de 2013, das Resoluções nº 4.282 e 4.283, de 4 de novembro de 2013, ambas do Conselho Monetário Nacional, e dos demais normativos editados pelo Banco Central do Brasil sobre a matéria.

A associação argumenta que, "*tais atividades, por não serem privativas de instituições financeiras, podem, em tese, ser praticadas por plataformas. Isso, inclusive, seria desejável, pois poderá reduzir os custos normalmente incorridos na liquidação das operações*". Equity solicita a adequação da regra proposta para que fique claro que as plataformas poderão também operar como instituições de pagamento, seguindo os termos da regulamentação em vigor citada.

Adicionalmente, a associação entende que, na hipótese destas restrições permanecerem, estas deveriam aplicar-se somente à plataforma e não a "seus controladores, administradores, funcionários e prepostos" conforme o texto da Minuta.

Equity pondera que existe a possibilidade de sócios das plataformas estarem envolvidos em outras entidades e que é razoável que eles tenham o direito de explorar novas oportunidades sem ter de vender suas respectivas participações na plataforma. Portanto, a participante sugere que a vedação seja em relação à realização de qualquer atividade privativa de instituição financeira, excluindo-se desta vedação seus controladores, administradores, funcionários e prepostos.

A proibição da própria plataforma, seus sócios, administradores e funcionários de receber depósitos está associada à necessidade de segregação patrimonial entre os recursos da plataforma e os gerados por ocasião da oferta.

As proibições deste inciso não impedem as plataformas, seus sócios, administradores e funcionários de explorar outras atividades, desde que regularmente habilitados, inclusive a de instituição de pagamento, pois, como mencionado pelo participante, também estão vedadas de realizar atividades privativas de instituições financeiras, conforme § 2º do art. 6º da Lei 12.865, de 2013.

6.12.3. Realizar atividades privativas de entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários e atividades de intermediação secundária de valores mobiliários (art. 28, IX e X)

Equity sugere que as restrições em tela não deveriam ser vedações, "*mas sim clarificações que a permissão da CVM operar uma plataforma de* ***crowdfunding*** *de investimento não significa permissão para realizar estas atividades*". A associação acredita que qualquer empresa que tenha registro na CVM para realizar tais atividades poderia operar uma plataforma de **crowdfunding** de investimento sem prejuízo da sua atuação naquelas.

Adicionalmente, Equity e Godke Silva entendem que, na hipótese das restrições serem mantidas como vedações no texto final da norma, elas deveriam se aplicar somente à plataforma e não a "seus controladores, administradores, funcionários e prepostos". Assim como no item anterior, a associação e o escritório argumentam que "*é bem possível que os sócios das plataformas estejam envolvidos em outras entidades e é razoável que eles tenham o direito de explorar novas oportunidades sem ter de vender suas respectivas participações na plataforma*".

EqSeed considera que a vedação resultante da combinação dos incisos VIII a XII do art. 28 é tão ampla que não permite que um sócio de uma plataforma de **investment-based crowdfunding** realize qualquer outra atividade no mercado financeiro. Isso reduz consideravelmente a capacidade das plataformas atraírem e manterem profissionais adequados para operar nesse mercado, afirma a participante, o que ameaça criticamente seu crescimento.

EqSeed não enxerga motivos para vedar a participação de controladores, administradores, funcionários e prepostos de uma plataforma em outra entidade do mercado financeiro, desde que essa entidade já tenha concluído os processos oficiais de aprovação relevantes para suas atividades específicas.

Fialho Salles manifesta-se no sentido de que as plataformas de **investment-based crowdfunding** exercem atividades correlatas às de distribuidoras de títulos e valores mobiliários, conforme o edital de audiência pública. Portanto, conclui o escritório, não devem ser impostas às plataformas "*condições de funcionamento mais gravosas do que aquelas já existentes para os demais agentes de mercado que exercem atividades correlatas*".

Fialho Salles destaca que "*não existe vedação para que uma mesma sociedade, ou sociedades de um mesmo grupo econômico, desempenhem atividades de distribuidor e administrador de carteiras de valores mobiliários, desde que sejam obedecidas as normas de segregação de atividades*". O escritório sugere que essa possibilidade também seja mantida para as plataformas de **crowdfunding**, requerendo ajustes nos incisos VI a XII do art. 28.

Como caberá à CVM autorizar e fiscalizar o funcionamento das plataformas de **crowdfunding**, o cumprimento das normas de segregação de atividades poderá ser verificado pela Comissão, propugna o Fialho Salles. Assim, "*a CVM não precisará impor vedações que poderão, em último caso, desestimular a criação de plataformas por grupos econômicos já consolidados no mercado, o que seria a consequência mais danosa da vedação*", alerta o escritório.

Equity e Godke Silva também enfatizam que, embora um mercado secundário para os valores mobiliários distribuídos por meio das plataformas seja improvável no curto prazo, tal desenvolvimento seria muito positivo para o setor e o mercado de capitais em geral. A associação e o escritório ponderam que os sócios das plataformas são bem qualificados e posicionados para desenvolver tais propostas no futuro, assim, "*desde que as plataformas e novas entidades cumpram a regulamentação aplicável, consideramos tal restrição injusta e desnecessária*".

João Lima e Gabriel Dias sugerem que, se, de acordo com os próprios termos do edital, a falta de liquidez é um dos maiores riscos enfrentados pelo investidor, as plataformas sejam autorizadas a realizar a intermediação secundária dos títulos adquiridos nas ofertas públicas como forma de mitigar esse risco. Os participantes alertam que, mantida tal vedação, os investidores precisarão recorrer a **sites** de trocas ou

vendas que são meros murais de anúncios, ao invés de contarem com uma plataforma registrada e supervisionada pela CVM.

Os participantes João Lima e Gabriel Dias suscitam que a CVM inove neste quesito, citando que esta "*possibilidade vem sendo amplamente discutida no meio jurídico-regulatório nos Estados Unidos e Inglaterra, estudiosos indicam que a intermediação pela plataforma de um mercado secundário é salutar, desde que haja regras específicas para tanto*". Mauro Matos também questiona se não haveria possibilidade de criação de mecanismos para um mercado secundário dos títulos vendidos na oferta primária.

CMCAP propõe a exclusão da vedação de que trata o inciso X, por entender que "*sem que haja conflito de funções, diminuiria o risco e aumentariam as oportunidades de criação de mercado secundário*".

A CVM concorda com a primeira observação da Equity e esclarece que a permissão concedida pela CVM para operar uma plataforma de **crowdfunding** de investimento não significa permissão para realizar as atividades privativas de entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários, de intermediação secundária de valores mobiliários e as demais atividades sujeitas à autorização específica.

Cumpre esclarecer que as vedações devem ser consideradas no contexto da condução das atividades realizadas pelas plataformas e não estão relacionadas com as demais atividades realizadas pelos seus sócios, administradores e funcionários em circunstâncias alheias à atividade da plataforma. O **caput** do art. 28 teve sua redação alterada para clarificar o entendimento deste ponto.

6.12.4. Taxa de desempenho (art. 28, XV)

Equity opina que a vedação à cobrança da taxa de desempenho erode a própria base de um mercado responsável e estável, qual seja, o alinhamento dos interesses dos diversos participantes. No entendimento da associação, os maiores prejudicados pelo dispositivo serão principalmente os investidores em **crowdfunding** de investimento, assim como os emissores e as próprias plataformas, pois a restrição incentiva um comportamento de curto prazo por parte das plataformas. EqSeed e Godke Silva também fazem manifestação semelhante.

Equity sustenta que a taxa de sucesso não se relaciona a um papel contínuo da plataforma em relação à empresa investida. O investidor acessa, de fato, "*oportunidades exclusivas e selecionadas pela plataforma*". A taxa de desempenho é uma taxa diferida e condicional, que remunera o trabalho de procura, triagem e avaliação de emissores feito pela plataforma antes do início da captação. Conforme destaca a associação, é muito mais razoável e desejável para o investidor realizar o pagamento no futuro e somente na hipótese de obtenção de lucros, do que pagar uma taxa sobre o valor investido no momento de investimento.

Equity imagina que uma das preocupações que tenham levado a CVM a impor tal restrição seja a possibilidade das plataformas cobrarem taxas que não estejam previstas de maneira clara. Assim, a associação sugere que a cobrança da taxa de desempenho seja permitida na norma e que a forma de cálculo da taxa seja restrita a uma determinada porcentagem do ganho de capital bruto do investidor, prevista de forma simples e clara, na forma prevista no Anexo 8. EqSeed se alinha com esta proposta.

Para EqSeed, o valor do serviço prestado pela plataforma está na profundidade e no profissionalismo do processo de seleção e triagem dos emissores, que leva a serem ofertados somente aqueles que já passaram por um forte filtro de segurança e qualidade, papel que corresponde exatamente à atuação do **gatekeeper** intencionado pela CVM conforme descrito no edital de audiência pública. EqSeed defende que a plataforma seja remunerada por seus serviços prestados a emissores e investidores de forma justa e adequada, para assegurar a continuidade e a qualidade das suas operações.

EqSeed relata que, no seu modelo de remuneração, a plataforma não cobra taxas dos investidores no momento de realização do investimento (já as empresas pagam pela realização da oferta quando recebem os montantes captados). A participante escolheu tal modelo por entender que, para o investidor, não é tão interessante o pagamento de uma taxa no momento do investimento quanto à opção de pagar somente depois de realizar lucro se, de fato, conseguir realizá-lo.

Essa escolha do investidor é bastante lógica uma vez que no **investment-based crowdfunding** a possibilidade de ser remunerado ou até de receber o valor investido de volta tem sempre risco, observa a EqSeed. Argumenta a participante que os investidores que usam a sua plataforma preferem o modelo de cobrança diferida e condicionada ao retorno financeiro, e também identificam no modelo de remuneração o alinhamento do interesse plataforma no sucesso das empresas ofertadas, pois seus ganhos só ocorrem na hipótese de ganho por parte do investidor também.

EqSeed preconiza que tal vedação tornará "*a operação de uma plataforma de* ***investment-based crowdfunding*** *comercialmente inviável, impedindo o crescimento do mercado e, por sua vez, ameaçando criticamente a sua existência*". Adicionalmente, a participante enxerga uma grave assimetria entre o tratamento dado na Minuta ao investidor líder e às plataformas as quais fornecem exatamente os mesmos serviços, mas que, nos termos propostos pela CVM, não poderiam contar com o recebimento da taxa de desempenho. Portanto, a EqSeed propõe a eliminação do dispositivo.

Godke Silva alerta que "*as exigências futuras pós-captação que cada plataforma terá, incluindo-se a operação de uma parte da plataforma para fornecer as informações da empresa para os investidores. As plataformas são entidades comerciais e não é viável elas terem obrigações de longo prazo sem a capacidade cobrar taxas comerciais. Com essa restrição, as taxas cobradas ao empreendedor teriam de aumentar até um nível que tornaria o modelo de equity crowdfunding inviável*".

Marco Poli chama a atenção para o fato que a cobrança de taxas de desempenho é padrão no sistema de investimento em **startups** e que não faria sentido introduzir tal vedação em norma. Marco Poli considera a vedação particularmente preocupante, pois não foi indicada na Minuta nenhuma forma alternativa de remuneração em substituição à taxa que cuja cobrança está sendo proibida.

A CVM concordou com os comentários recebidos e entende que o alinhamento de interesses que tal remuneração provê é adequado e benéfico para o investidor. Assim, optou-se por retirar a restrição à cobrança de taxa de desempenho.

6.12.5. Vedação a ser sócio ou exercer qualquer cargo em órgão deliberativo do empreendedor anteriormente à oferta, exceto na hipótese de oferta subsequente (art. 28, XVI - atual XVII)

Equity e Godke Silva recomendam que esta vedação seja suprimida e que qualquer efeito negativo seja mitigado com o **disclosure** adequado sobre potencial conflito de interesse, na forma prevista no art. 19, II.

Adicionalmente, os participantes sugerem que sejam incluídas exceções não somente para ofertas subsequentes, em que os sócios da plataforma adquiriam valores mobiliários do emissor, no âmbito da oferta, mas também pelas ofertas efetuadas pela própria plataforma de investimento coletivo para se financiar.

EqSeed também se manifesta em relação ao tema, lembrando que as "*plataformas também são empreendedores de pequeno porte e precisam captar investimento para financiar suas operações nesses anos iniciais. Elas têm os mesmos desafios de acesso a capital que os outros empreendedores de pequeno porte. Na proposta atual da CVM, uma plataforma não terá permissão para acessar a própria base de investidores por meio de uma oferta publicada na própria plataforma*".

A plataforma EqSeed acredita que tais ofertas refletem uma prática saudável do mercado, que comprova a confiança que a plataforma tem em seu modelo. A participante sugere que a captação para financiamento da própria plataforma deve ser permitida.

A CVM considerou os comentários pertinentes e alterou o dispositivo, passando a permitir uma participação da plataforma, seus sócios, administradores e funcionários até o limite de 20% do capital social da sociedade empresária de pequeno porte objeto da oferta pública por meio do **crowdfunding** de investimento.

Ademais, a CVM concorda que a oferta da própria plataforma não deveria ser vedada, pois os conflitos de interesse são óbvios e estão às claras. Assim, a norma está sendo alterada para refletir este entendimento.

6.13. Comunicação com investidores (arts. 29 a 31)

CMCAP opina que a Minuta elaborada pela CVM impõe às plataformas um dado modelo operacional, que, conforme os comentários da entidade em relação ao art. 5º, consolida situações vivenciadas num curto espaço de tempo do desenvolvimento desse mercado, incluindo, por exemplo, a obrigação da adoção de um fórum eletrônico de discussão.

A entidade questiona se o fórum de debate sobre as ofertas não poderia ser opcional. No entender da CMCAP, a Minuta, produzida em atenção ao mandato de regulamentar as condições para a concessão de dispensa de registro de ofertas públicas, interfere em aspectos do modelo de operação e gestão de um negócio privado, talvez engessando a cadeia de atividades das plataformas.

Adicionalmente, CMCAP comenta que, embora seja "*evidente a necessidade de que as mensagens veiculadas por fóruns de discussão, esclarecimento e formulação de perguntas e respostas tenham seus emissores identificados, visto que é livre a manifestação de pensamento, desde que não seja anônima*", pode-se imaginar que algumas mensagens possam ser apresentadas no fórum com omissão de seu autor, com fins exclusivos de evitar constrangimentos ao autor.

Na visão da CMCAP, "*dadas as funcionalidades tecnológicas de qualquer sistema de comunicação do gênero, é o caso não de anonimato, mas de simples omissão da identidade do autor por conveniência. Nesses casos, será ampliado o espectro de informações para formar o convencimento do investidor, sem nenhum tipo de prejuízo aos envolvidos*".

A CVM entende que no contexto de uma oferta pública não é adequada a apresentação de informações ou comentários com a omissão do autor. Sobre a obrigatoriedade de constituição do fórum, optou-se por mantê-lo nesse primeiro momento, pois é uma essa ferramenta importante para a troca de impressões sobre a oferta entre os investidores destinatário da oferta.

6.13.1. Remoção de comentários no fórum de discussão (art. 29)

Equity e Godke Silva propõem ajuste de modo que seja permitido ao moderador dos fóruns eletrônicos de discussão a remoção de conteúdo que transmita mensagem de ódio, de cunho discriminatório, ilegal, imoral e outras condutas não adequadas.

CMCAP concorda que é pertinente a vedação à exclusão de perguntas e comentários de potenciais investidores à oferta e suas circunstâncias, inclusive os de caráter crítico. Porém, adverte a entidade, "*podem ocorrer excessos verbais de parte a parte, inclusive com uso de palavreado chulo, imputações difamatórias e outras mensagens de conteúdo equivalente*".

CMCAP defende a inclusão de dispositivo que permitisse não somente a exclusão dos comentários nesta hipótese, mas também a eventual suspensão ou cancelamento do acesso do autor do comentário à plataforma, entendendo esta ser uma "*hipótese justificada de restrição da oportunidade de investimento*".

Os comentários foram considerados parcialmente pertinentes e a CVM inseriu novo dispositivo

para endereçar a preocupação dos participantes.

6.13.2. Identificação de autores de comentários no fórum de discussão da oferta quando ligados à plataforma, sindicato ou emissor (art. 30)

Equity argumenta que mensagens enviadas por meio correio eletrônico, mídias sociais e demais programas e aplicativos similares incluem a identificação do remetente no nome da conta do usuário. A associação entende que a exigência só se faz necessária nos casos em que a identificação do remetente não seja óbvio.

Por outro lado, a Equity se manifesta contra a exigência identificar a pessoa física que fez um determinado especifico quando esta for administrador, funcionário ou preposto da plataforma, do investidor líder de sindicato de investimento participativo, ou do empreendedor de pequeno porte, pela razão que as plataformas também operam no mercado e estas pessoas não deveriam ter a identidade revelada.

Godke Silva sugere que as mensagens podem ter como remetentes as próprias plataformas, sem a necessidade de identificação individualizada conforme demanda o dispositivo contido na Minuta.

A CVM considerou os comentários pertinentes e alterou o dispositivo em linha com as preocupações apresentadas.

6.13.3. Teor das mensagens enviadas (art. 31,III)

Equity propõe a exclusão do artigo 31, III, em razão dos comentários feitos ao Artigo 8º.

Vide item 4.2.1.

7.Sindicatos de investimento participativo

7.1. Responsabilidade das plataformas pela veracidade das informações prestadas pelo investidor líder (art. 19, I, “f”)

A Equity faz referência aos comentários feitos ao art. 19, I, "b" (que dispõe sobre o dever da plataforma eletrônica de investimento de assegurar que as informações prestadas pelo emissor de pequeno porte são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes), para argumentar que o art. 19, I, "f", à semelhança do dispositivo anteriormente citado, exige um nível de diligência desproporcional para as plataformas, uma vez que a obrigação de atestar a veracidade das informações prestadas pelo emissor e pelo investidor líder exigiria um processo de **due diligence** incompatível com o **crowdfunding**.

Assim, sugere a seguinte redação para a alínea: "*f) as informações prestadas pelo investidor líder preencham os requisitos mínimos exigidos, quais sejam, qualificação completa, histórico educacional e profissional, e comprovação de que se enquadra nos requisitos necessários ao exercício do papel de investidor líder*".

Godke Silva também propõe que o referido dispositivo seja alterado para que a plataforma exija determinados documentos e ateste que as informações prestadas pelo investidor líder estão refletidas nos documentos que lhe foram apresentados. O escritório argumenta que as plataformas não podem garantir a veracidade das informações, uma vez que não podem se responsabilizar por eventuais fraudes cometidas pelos emissores, além de não possuir estrutura financeira ou pessoal para bancar procedimentos de auditoria contábil e **due diligence** legal.

Stocche Forbes também sugere alteração na redação do art. 19, I, "f", por entender que a função desempenhada pelas plataformas eletrônicas não deve ser equiparada àquela desempenhada pelo **underwriter** no caso de uma oferta públicas registradas, já que esta equiparação demandaria das plataformas uma estrutura excessivamente robusta e incompatível ao tamanho e valor das ofertas de **crowdfunding**. Desse modo, o escritório propõe que a redação da referida alínea "f" seja alterada para exigir das plataforma "*obter declaração do investidor líder atestando que as informações por ele prestadas são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes*".

A CVM não acatou as sugestões dos participantes, pois – conforme manifestado no item 6.1 – entende que a plataforma deve exercer seu papel de **gatekeeper** e, como tal, envidar seus melhores esforços para assegurar que as informações prestadas pelo emissor e pelo investidor líder são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes.

Ainda assim, cabe repetir a ressalva feita no referido item de que se trata de uma obrigação de

meio e não de fim (em que ela responderia, de fato, pela veracidade, consistência, correção e suficiência). Nesse sentido, o que se espera da plataforma, é que ela atue, diligentemente para verificar as informações quanto aos aspectos mencionados.

Entende-se que, especialmente em relação aos investidores líderes, é inverossímil que a plataforma não tenha com este uma relação de proximidade que possibilite a verificação do cumprimento do disposto no art. 19, I, "f", sem incorrer em custos excessivos. Tal relacionamento permite que a plataforma tome todas as cautelas para assegurar a veracidade, consistência e coerência das informações prestadas pelo investidor líder, dentro dos limites de razoabilidade exigidos para cada tipo de informação prestada.

7.2. Aspectos gerais dos sindicatos de investimento participativo

7.2.1. Terminologia adotada

S & A Advogados sugere que o termo "sindicato de investimento participativo" seja substituído por "sociedade de investimento participativo", tendo em vista que a terminologia já é adotada para identificar as entidades de classes de trabalhadores, sem fins lucrativos, nos termos do art. 512 da Consolidação das Leis do Trabalho – CLT.

A CVM não acatou o pleito do proponente. O termo sindicato advém de uma tradução da palavra **syndicate**, utilizada nos países de língua inglesa para identificar um grupo de investidores que apoiam um investidor líder. A terminologia é amplamente utilizada no âmbito do mercado de **crowdfunding** brasileiro e não tem sido confundida com o termo utilizado no âmbito da legislação trabalhista, tendo em vista que o âmbito de aplicação dos termos é distinto.

7.2.2. Proibição da figura dos sindicatos de investimento participativo

A ANBIMA sustenta que as figuras do sindicato e do investidor líder possuem características muito semelhantes àquelas estabelecidas aos fundos de investimento e aos gestores, respectivamente, sendo que haveria uma assimetria de tratamento entre esses dois grupos na medida em que os gestores e fundos de investimento devem ser registrados perante a CVM e obedecer a uma robusta regulamentação, com requisitos variados de transparência, mitigação de risco e garantia da adequada diligência.

Tal assimetria, segundo a associação, pode ser prejudicial ao mercado de capitais, uma vez que permite a atuação de participantes não registrados cuja função não é propriamente diferenciada do administrador de recursos, podendo inclusive acessar investidores de varejo – a despeito dos riscos no **crowdfunding** serem mais elevados. Ademais, a associação defende que eventuais malfeitos envolvendo sindicatos poderiam ter efeitos negativos sobre a imagem do segmento de fundos de investimento.

A ANBIMA continua a argumentação no sentido de que deveriam ser impostas exigências adicionais aos sindicatos e investidores líderes (por exemplo, regras sobre deveres fiduciários, condições de monitoramento e verificação de atuação, e penalidades aplicáveis), à semelhança dos requisitos exigidos das plataformas que, na sua visão, asseguram limites objetivos para atuação dos participantes neste segmento.

Pelo exposto, a ANBIMA sugere a exclusão da possibilidade de constituição dos sindicatos de investimento participativo, já que estes não trariam ganhos imediatos ao mercado de capitais, sendo mais conveniente aguardar a evolução das ofertas de **crowdfunding** e a verificação da atuação dos sindicatos nas demais jurisdições.

Eqseed comenta que não pretende implementar o modelo de sindicatos de investimento participativo, que na sua visão não seria favorável nem aos investidores que não os considerados "líderes" nem aos empreendedores de pequeno porte. Ao mesmo tempo, o participante apoia a regulamentação por entender que o modelo pode ser considerado viável para outras plataformas.

A proposta de extinção dos sindicatos não foi acatada pela CVM.

Conforme exposto do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/16, considera-se que os sindicatos, mesmo os organizados sob a forma de veículo, se distinguem dos fundos de investimento, na medida em que, por força da nova norma, o veículo é criado para investir em uma única sociedade empresária de pequeno porte e, portanto, se afasta da característica primordial de um fundo de investimento que é diversificar os recursos dos quotistas por meio do investimento em vários empreendimentos.

Além disso, o modelo de sindicato de investimento participativo possui benefícios que

justificam a sua incorporação na norma, uma vez que permite que investidores de varejo se aproveitem da experiência do investidor líder, que, em função de sua expertise em investimentos dessa natureza e do acesso às pessoas por trás dos empreendimentos, se encontra em posição mais apta para avaliar as sociedades empresárias de pequeno porte, reduzindo a assimetria de informações entre os investidores e os emissores.

Ainda assim, em razão dos comentários comuns a diversos participantes do mercado, no sentido de que o modelo de sindicatos proposto seria ineficiente e possuiria limites práticos que inviabilizariam sua utilização, a CVM entendeu adequado promover amplas alterações na regulamentação que havia sido proposta para os sindicatos e investidores líderes.

Conforme será abordado nos próximos itens deste relatório, optou-se por substituir o modelo prescritivo previsto na Minuta por um modelo baseado em princípios, no qual os participantes do mercado terão maior liberdade para estruturar os sindicatos de investimentos participativos da forma que melhor lhes convir, sendo inclusive permitido o grupamento de investidores no sindicato sem a necessidade de constituição de veículo de investimento.

Nesse sentido, as manifestações recebidas de participantes do mercado confirmaram o entendimento expresso no Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016 de que "*falta no ordenamento jurídico brasileiro uma estrutura societária que possa compatibilizar a admissão de vários investidores como sócios, mitigando riscos comumente relacionados às sociedades limitadas, com baixos custos*".

Diante das limitações inerentes ao modelo proposto na Minuta, e da inexistência de um modelo consensual adotado pelo mercado, a CVM entendeu que seria mais eficiente fixar determinados requisitos a serem observados para eventual e facultativa constituição de veículo de investimento, sem prever na regulamentação os detalhes referentes à estruturação deste veículo (formas societárias admitidas, cláusulas contratuais, características dos títulos distribuídos aos investidores apoiadores etc.).

7.2.3. Críticas em relação ao modelo proposto

CMCAP sustenta que o modelo de sindicato de investimento participativo proposto pela CVM presume uma realidade sem observar a estrutura do mercado e seus aspectos práticos, nem como este novo modelo irá se consolidar. O participante critica a adoção de um modelo rígido e complexo, cuja única razão de ter sido utilizado pelas plataformas seria para se enquadrar na dispensa automática de registro para ME e EPP (nos termos do art. 5º, III, da Instrução CVM nº 400, de 2003, revogado pela Instrução), e não por uma escolha dos regulados ou pela eficiência da estrutura. Questiona-se, portanto, a perpetuação de uma estrutura complexa, custosa e desnecessária pela regulamentação.

CMCAP segue sua exposição proferindo uma série de questionamentos como, por exemplo: sendo o sindicato uma sociedade registrada, quem serão seus sócios? O investidor líder deve necessariamente ser sócio? O investidor líder precisa ser administrador da sociedade ou pode ser contratado como prestador de serviços? Em caso negativo nas duas últimas perguntas, quem serão os sócios e o administrador?

Godke Silva observa que as regras propostas para formação de sindicatos são bastante inflexíveis e merecem ser flexibilizadas, ressaltando que o modelo proposto não diminui os riscos aos quais os investidores estarão submetidos e nem facilita o crescimento do mercado de **equity crowdfunding**.

Velloza e Girotto entende que a seção que trata do sindicato de investimento parte de uma premissa equivocada e, portanto, deveria ser integralmente alterada para refletir a real relação existente entre investidor líder, sindicato e demais investidores. O escritório argumenta que o sindicato deve ser entendido como um grupo de investidores interessado em investir em empreendedores de pequeno porte, minimizando riscos e aumentando chances de retorno – e não como um grupo cuja relação entre os investidores (aqui incluído o investidor líder) possui caráter societário ou *affectio societatis*.

Velloza e Girotto elenca as seguintes razões principais para inviabilidade do modelo proposto de SPE: (i) a criação de uma SPE demanda a existência de pelo menos um administrador que traz consigo uma série de responsabilidades legais as quais nenhum investidor, nem mesmo o líder, aceitaria assumir para viabilizar um investimento de alto risco; (ii) a SPE necessita de pelo menos 2 (dois) sócios, sendo que nenhum dos investidores optaria por assumir todos os riscos inerentes ao negócio em detrimento dos demais; (iii) a estrutura de sociedades com objeto de **holding** carrega consigo enorme ineficiência fiscal

no caso de alienação de participações, quando comparadas às alienações feitas por pessoas físicas ou fundos de investimento.

A regulamentação dos sindicatos de investimento participativo se inspirou em modelos existentes em mercados internacionais[4] e observou as estruturas utilizadas por plataformas que adotam este modelo no mercado brasileiro.

A CVM reconhece que o modelo proposto apresenta limitações, razão pela qual se optou pela reformulação dos dispositivos que tratam dos sindicatos de investimento participativo e dos investidores líderes. Ainda assim, as vantagens atribuídas à sua existência justificam a sua inclusão na regulamentação de **crowdfunding** de investimento, de modo que o mercado possa evoluir com o passar dos anos.

A redação definitiva da Instrução alterou a definição de sindicato de investimento, conceituando-o com base na existência de um grupo de investidores reunido para investir em conjunto com um investidor líder em um ou mais empreendimentos, não sendo mais uma condição essencial de sua definição e existência a constituição de veículo de investimento, cuja utilização passa a ser facultativa.

Desse modo, o investidor líder poderá oferecer sua tese de investimento a um grupo de investidores da plataforma sem a necessária constituição de um veículo para a realização do investimento.

Todavia, caso se opte pela utilização de veículo de investimento, alguns requisitos adicionais devem ser observados, quais sejam: (i) a utilização de um veículo por oferta e a vedação à aquisição de valores mobiliários de emissão de mais de uma sociedade empresária de pequeno porte; (ii) a não exposição dos investidores apoiadores a riscos adicionais aos que incorreriam se investissem individualmente; (iii) que o veículo não sujeite os investidores apoiadores a risco de crédito diferente daquele da sociedade empresária de pequeno porte; (iv) garantia de tratamento equitativo a todos os

[4] Notadamente a experiência americana, por meio de plataformas como a AngelList (https://angel.co/syndicates).

investidores apoiadores; (v) regras de governança adequadas que permitam a participação dos investidores apoiadores na hipótese de necessidade de deliberações referentes à sociedade empresária de pequeno porte investida; (vi) na hipótese de conversão ou de alienação do investimento realizado pelo veículo, deve ser garantido aos investidores apoiadores, individualmente, o direito de escolher receber os valores mobiliários ou os recursos recebidos pelo veículo, exceto pela parcela correspondente à taxa de desempenho devida ao investidor líder e à plataforma; e (vii) a estipulação de prazo não superior a 30 (trinta) dias para transferência dos valores mobiliários ou dos recursos recebidos pelo veículo aos investidores apoiadores.

Algumas considerações adicionais são pertinentes em relação aos requisitos fixados. O requisito (ii) visa garantir a finalidade precípua dos sindicatos, isto é, facilitar o investimento de grupo de investidores na sociedade empresária de pequeno porte para que os investidores estejam mais bem protegidos relativamente ao investimento individual.

O princípio (iii), por sua vez, procura garantir que os investidores não estejam expostos a riscos de crédito de outros sindicatos ou de outras sociedades empresária de pequeno porte. Aqui, faz-se referência especifica ao modelo de SCP, cuja utilização demandará um arranjo jurídico que garanta a segregação patrimonial dos investidores apoiadores de cada sindicato, principalmente em caso de utilização de um único sócio ostensivo vinculado a vários veículos de investimento por meio de sociedades em conta de participação.

O requisito (vi), por sua vez, tem a finalidade de garantir que, caso haja ocorrência de evento de liquidez por meio do qual o veículo receba frutos da sociedade empresária de pequeno porte (seja na forma de valores mobiliários ou de recursos em dinheiro), estes não fiquem retidos no veículo de investimento, impedindo os investidores apoiadores de receberem o retorno positivo do investimento realizado.

A CVM entendeu que o balizamento determinado pelos princípios supracitados traz, de um lado, liberdade para que os agentes econômicos criem as estruturas de veículo de investimento que melhor lhes convir e, de outro, balizamentos mínimos que tais estruturas devem possuir para proteção efetiva dos apoiadores dos sindicatos.

Desse modo, questões específicas como as trazidas pela CMCAP (sobre estruturação da SPE, possibilidades para composição de sócios e de administradores etc.) deverão ser enfrentadas pelos agentes de mercado quando da estruturação do veículo.

7.2.4. Cooferta de sindicato nas ofertas do emissor de pequeno porte (arts. 32 e 33, *caput*)

CMCAP questiona a utilização do instituto da "cooferta pública" vinculada aos sindicatos de investimento participativo. De acordo com a entidade, em outras jurisdições as plataformas são tratadas como participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, sendo que o agrupamento de anjos sob um mesmo veículo não é considerado como tal – tratamento que deveria ser replicado para o caso dos sindicatos de investimento participativo. Questiona-se se os sindicatos seria distribuidores, ofertantes, ou exercem um pouco das duas funções.

VBSO aponta que não há, na Minuta, disposições destinadas a definir o termo "cooferta de sindicato de investimento participativo", nem tampouco disposições das quais seja possível inferir seu conceito, de modo que não resta claro o enquadramento objetivado pela CVM por meio deste instituto. À vista desta argumentação, o escritório sugere que: (i) tal conceito seja incluído nos termos definidos do artigo 2º da Instrução; e (ii) haja disposição expressa no sentido de que a cooferta deve espelhar a oferta do empreendedor de pequeno porte.

S & A Advogados questiona se a cooferta pelo sindicato de investimento participativo não o habilita como intermediador, atribuição que seria exclusiva da plataforma como preconizado pelos arts. 11 e 12 da Minuta. O escritório sugere a introdução de um novo parágrafo para resolver a aparente dicotomia.

Em linha com a decisão anterior de simplificar o regime aplicável aos sindicatos de investimento participativo, a CVM entendeu conveniente excluir o instituto da cooferta de valores mobiliários do sindicato em conjunto com a oferta da sociedade empresária de pequeno porte, tendo em vista que, em linha com a nova redação do § 7º do art. 3º, as sociedades empresárias de pequeno porte serão consideradas em todos os casos as emissoras dos valores mobiliários nas ofertas públicas de distribuição com dispensa de registro, independentemente da utilização de veículo de investimento.

7.3. Equiparação entre sindicatos e Fundo de Investimento em Participações – Capital Semente (art. 2º, III)

Benzecry e Pitta sugere que o Fundo de Investimento em Participações - Capital Semente, regido pela Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, seja incluído no rol de emissores elegíveis. Como resultado suas cotas poderiam ser ofertadas por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, tal como os valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte.

Em virtude do fato que os ativos das carteiras do FIP – Capital Semente e aqueles ofertados em plataformas de **crowdfunding** apresentam características muito similares – são emitidos por empreendimentos nascentes – o participante enxerga um claro desalinhamento e falta de isonomia entre a norma proposta, que permite que ofertas realizadas sem registro de emissor ou de oferta sejam destinadas aos investidores de varejo, enquanto que um FIP – Capital Semente somente pode ser distribuído para investidores qualificados, no caso de oferta registrada com base na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, ou para investidores profissionais, no caso de oferta distribuída com esforços restritos conforme a Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.

Na visão do participante, dado o arcabouço regulatório recém editado, o FIP – Capital Semente tende a ter melhor relação risco x retorno para o investidor, pois conta com gestor profissional habilitado na CVM (e com departamento técnico, de **compliance** e risco, assim como processo instituído de análise, seleção e tomada de decisão de investimento, além de diversas regras de conduta e isenção de conflitos); administrador fiduciário; ativos avaliados a "valor justo"; auditor independente; cotas do fundo (como valor mobiliário representativo da participação); informações transparentes, consolidadas e periódicas enviadas ao investidor ou disponíveis no **site** da CVM.

Portanto, o participante não vê justificativa para que o FIP – Capital Semente não possa ser distribuído diretamente para o varejo, ainda que com as mesmas limitações de investimentos individuais trazidas pela Minuta. Adicionalmente, Benzecry e Pitta defende que as cotas de FIP – Capital Semente possam ser ofertadas por meio das plataformas eletrônicas de investimento participativo, dentro dos mesmos limites constantes da Minuta e com o sufixo **crowdfunding** acrescido à sua denominação.

A ABVCAP também aventa a possibilidade de captação no varejo por parte do FIP – Capital Semente, mantidas as restrições ao perfil público investidor e de empresas elegíveis contidas da Minuta, sem, entretanto, comentar se a distribuição das cotas do fundo envolveria plataformas ou não.

Godke Silva sugere que, além das SPE, os sindicatos de investimento possam ser constituídos sob a forma jurídica de fundos de investimento em participação, do tipo capital semente e empresas emergentes.

O participante Luiz Ferreira também argumenta em favor da permissão para a criação de FIPs voltados para o investimento em empresas nascentes e destinados ao público de varejo. No seu entendimento, esta estrutura seria uma melhor opção em relação à permissão para a criação de sindicatos de investimento participativo como apresentada na Minuta.

Para ele, a constituição de FIP voltados para o investimento em **startups** (empresas de pequeno porte em estágio nascente), exatamente aquelas que se utilizam das plataformas de **equity crowdfunding**, asseguraria, com vantagens – dadas a qualificação exigida e expertise do corpo profissional do fundo na gestão desse tipo de ativo –, tudo o que um investidor líder pudesse trazer de benefício para o modelo de distribuição via plataformas na internet (investidores e empreendedores) que nascente no Brasil, sem a necessidade da criação de novas figuras como o sindicato de investimento participativo e o investidor líder.

Luiz Ferreira entende que num FIP estaria assegurada a gestão profissional e eficiente de um portfólio de ativos, com minimização e diversificação de risco total do retorno sobre esses ativos, conforme o fundo adquirisse novas participações.

Outra possível vantagem seria uma maior liquidez para os investidores de varejo, na medida da potencial criação de fluxo de entrada e saída de investidores (cotistas) no fundo. Adicionalmente, a estrutura do fundo evitaria problemas de conflito de interesse e governança corporativa entre outros, que deverão acontecer ao longo da existência dos sindicatos propostos na Minuta.

BRS Asset também defende que a admissão do sindicato de investimento participativo ao rol dos emissores elegíveis deveria ser estendida ao FIP, pois o fundo tem a vantagem adicional de maior segurança jurídica para o investidor, que será cotista do fundo e não sócio direto ou indireto do emissor, ficando protegido de possíveis passivos oriundos da sociedade emissora.

Mesmo no caso da emissão de títulos de dívida conversíveis, como realizado atualmente, não há garantia que no momento da conversão o emissor se tornará uma empresa de capital aberto, única forma que blindaria o investidor. BRS Asset enfatiza que as plataformas poderiam ser contratadas pelos administradores dos FIPs para atuar na distribuição das cotas destes produtos.

A CVM, em linha com os comentários recebidos, concorda que o FIP proporciona um arcabouço regulatório mais robusto e conta com participantes registrados para a execução da operação de investimentos em **private equity** e **venture capital**. A Autarquia entende, ainda, que é uma vantagem a existência de um gestor que possui discricionariedade para gerir os recursos e diversificar os riscos por meio da aquisição de valores mobiliários de diferentes emissores, característica fundamental dos fundos de investimento.

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 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.

O que está a se fazer agora é dar um passo adicional ao permitir que os emissores que já estão dispensados de registro por força do disposto na Instrução CVM nº 400, de 2003, possam continuar se beneficiando da dispensa – agora com valores mais relevantes.

Se antes tais emissores não tinham acesso a investidores e tampouco conhecimento do mecanismo das ofertas públicas dispensadas de registro, agora eles possuem a plataforma eletrônica de investimento participativo que os conecta com milhares de investidores, no Brasil e no mundo, e apresenta o passo a passo para a realização dessa oferta pública.

Entende-se, também, que a inclusão da possibilidade de ofertar as cotas dos FIP – Capital Semente por meio das plataformas seria uma concorrência desleal para os empreendedores de pequeno porte, que passariam a ter que competir pelos recursos com fundos de investimento que oferecem diversificação de risco e contam com uma equipe de especialistas para analisar os negócios de diferentes empreendedores de pequeno porte.

É importante que o empreendedor tenha a opção de levantar recursos por meio do **crowdfunding**, com muito mais flexibilidade para customizar a operação e sem que tenha que se submeter às condições típicas – e nem sempre as mais atrativas – do investimento realizado pelos FIP.

A possibilidade de os FIP Capital Semente serem distribuídos para investidores de varejo,

nos termos e limites definidos para o **crowdfunding** de investimento, tampouco foi considerada conveniente.

Apesar de as empresas objeto do investimento possuírem características semelhantes, são dois mercados muito diferentes. Enquanto o racional do **crowdfunding** é captar pequenas quantias de um número alto de pessoas, o FIP Capital Semente trabalha com **tickets** mais elevados e a própria forma de captação mais comum se dá por meio de oferta com esforços restritos, sob o regime da Instrução CVM nº 476, de 2009, voltada para investidores profissionais, o que tornaria a previsão da possibilidade de investimento para o varejo pouco utilizada.

Vale dizer, ainda, que nada impede que um FIP Capital Semente seja constituído para atuar como investidor em diversos projetos ofertados por meio de **crowdfunding** de investimento. Adicionalmente, com a flexibilização da necessidade de utilização de SPE, não há vedação regulatória para que seja constituído um veículo na forma de fundo de investimento que atenda as características e requisitos exigidos no art. 33 da nova norma, em conjunto com as demais regulamentações aplicáveis aos fundos de investimento. Não se considera, contudo, essa alternativa como viável, em função dos custos de associados à constituição e manutenção de um fundo de investimento.

No futuro, a CVM poderá avaliar, a depender da evolução do mercado e do interesse dos participantes, a possibilidade de criação, por via regulamentar, de fundo de investimento talhado para investir na sociedade empresaria de pequeno porte objeto de oferta pública por meio de **crowdfunding** de investimento, com a finalidade de endereçar o problema da ausência de um instituto jurídico que apresente uma alternativa mais atraente para ser usado como veículo de investimento constituído pelo sindicato.

As regras aplicáveis a esse fundo demandariam um estudo aprofundado desta Autarquia a respeito dos benefícios e riscos inerentes a tal iniciativa, inclusive a fim de avaliar eventuais descontos regulatórios que poderiam ser concedidos em razão da existência de fundo de investimento cuja carteira é composta por valores mobiliários de uma única sociedade empresária de pequeno porte.

7.4. Estruturação dos sindicatos de investimento participativo

7.4.1. Natureza jurídica dos sindicatos (art. 32, §§ 1º e 3º)

CMCAP questiona sobre a natureza jurídica do sindicato, que segundo a Minuta deve ser constituído como SPE, pelo fato de esta caracterização jurídica não ser prevista na legislação e de gerar incertezas quanto às formas societárias que poderiam ser adotadas pelo sindicato.

Marco Poli argumenta que a obrigação de constituição de personalidade jurídica (ou qualquer tipo societário) faz pouco sentido no caso dos sindicatos e encarece demasiadamente o processo, considerando-se os custos de manutenção e constituição deste veículo. O participante sugere que a constituição de uma sociedade somente faria sentido caso os investidores pudessem transferir ao investidor líder seu capital antecipadamente, ficando este responsável por investir em várias empresas.

O proponente observa ainda que a estrutura de sindicato, além de não ter a vantagem quanto à coleta de capital previamente, faz com que o líder incorra em risco adicional de administração absolutamente desnecessário. Sustenta-se que tal finalidade seria alcançada de maneira menos custosa por meio de um arranjo contratual no qual estivesse previsto um instrumento jurídico de "assembleia de credores" dentro do próprio contrato de mútuo ou escritura de debênture conversível.

Veirano Advogados sugere alteração do § 1º do art. 32 para que o dispositivo esclareça o que se entende por SPE, uma vez que não há uma definição legal específica para o instituto – que, na sua visão, deveria incluir na definição organizações empresárias com baixos custos de transação, como é o caso da sociedade em conta de participação – SCP. O escritório propõe que o § 1º defina a SPE como "*sociedade civil ou comercial, nos termos da legislação civil aplicável, cujo objeto social seja exclusivamente a participação em ofertas públicas de valores mobiliários realizadas nos termos desta instrução, e a participação em outras sociedades, na qualidade de quotista ou de acionista*".

Além do questionamento sobre a caracterização jurídica como SPE, alguns participantes questionaram também a possibilidade do sindicato de investimento participativo ser constituído sob a forma de SCP, conforme colocado nos parágrafos abaixo.

Broota e Pinheiro Neto propõem seja permitida a constituição de SPE na forma jurídica de SCP. Os participantes explicitam os benefícios (evitar constituição de várias sociedades, reduzir

responsabilidade dos investidores etc.) e as críticas (não garantia de segregação legal perante terceiros dos patrimônios da SCP) associados a este modelo, salientando que o problema da segregação patrimonial pode ser mitigado por meio de soluções contratuais.

Os participantes discorrem sobre o modelo contratual pretendido para estruturação desses veículos por meio da SCP, com as seguintes características: (i) cada investimento do empreendedor seria objeto de uma SPE na qual o veículo atuará como sócio ostensivo e os investidores como sócios ocultos; (ii) os administradores do veículo são indicados por critérios de mercado de forma independente das SPE; (iii) cada SPE é objeto de contabilização de ativos e passivos apartados das demais; (iv) os contratos sociais das SPE contém cláusulas de proteção aos investidores; (v) os direitos da SPE contra o empreendedor de pequeno porte podem ser dados em garantia aos respectivos investidores (sócios ocultos) em garantia do cumprimento das obrigações da SPE junto a eles; (vi) ao término do investimento, os acordos preveem os termos e condições para permuta do investimento na SCP em investimento direto no emissor; (vii) em caso de descontinuidade do veículo (sócio ostensivo), os direitos e obrigações dos investidores serão transferidos ao próprio empreendedor de pequeno porte que passará a gerir seus investidores de maneira direta.

Para que o modelo proposto possa ser implementado, Broota e Pinheiro Neto sugerem alterar o § 3º do art. 32 a fim de permitir que a SPE possa se constituir tanto por meio do registro de seus atos constitutivos no registro público competente, como também "*mediante celebração do contrato social respectivo, dependendo da natureza jurídica*", de modo a englobar a forma de constituição da SCP. Também propõe a alteração do caput do art. 34, para permitir que o contrato entre sindicato e plataforma seja celebrado até o final da (e não previamente à) realização da oferta.

CMCAP questiona o afastamento da possibilidade de utilização de uma sociedade em conta de participação contida no § 3º do art. 32, tendo em vista se tratar de "*uma hipótese de que já se vem falando há pelo menos quinze anos*".

O escritório Tozzini Freire Advogados sugere que seja permitida a utilização de sociedade em conta de participação como sindicato, por meio de inclusão de previsão no §1º do art. 32 para que o sindicato seja constituído como SPE "*ou Sociedade em Conta de Participação – SCP, em que uma sociedade limitada, controlada pelo investidor líder a que se refere a seção II deste Capítulo, atue como sócia ostensiva e os demais investidores que aderiram ao sindicato atuem como sócios participantes*". A SCP possuiria vantagens como, por exemplo, não ter empregados, sede social ou qualquer outra atividade

a não ser a participação na oferta, não criando responsabilidades ou obrigações perante terceiros. Também seria considerada uma entidade separada da figura de seus sócios, para fins tributários, com inscrição própria no CNPJ.

Além disso, o escritório sugere alterações (i) no §3º do art. 32 para prever que, no caso de utilização de SCP, todos os sócios participantes sejam signatários de seu contrato social; e (ii) no **caput** do art. 34, a fim de estabelecer que a plataforma e "*a SPE ou SCP, conforme o caso, devem estabelecer relação contratual previamente à realização de oferta*".

S & A Advogados sugere que seja permitida a constituição de sindicatos por meio de sindicatos de trabalhadores (entidades de classe sem fins lucrativos, previstas no art. 512 da CLT), uma vez que tais estruturas poderiam possibilitar a segregação dos recursos via conta contábil e o estabelecimento de determinadas atribuições ao próprio sindicato, como a responsabilidade pela devolução de recursos caso a oferta não venha a lograr êxito.

A CVM considerou pertinentes as críticas dos participantes em relação ao modelo de estruturação dos sindicatos por meio de SPE, que seria demasiadamente prescritivo e teria ineficiências que limitariam sua utilização na prática.

Desse modo, optou pela flexibilização e simplificação do modelo proposto, conforme explicado nos itens anteriores. Ainda assim, vale ressaltar que a utilização de SCP pode, em tese, majorar os riscos a que estão sujeitos os investidores apoiadores, principalmente em razão da inexistência de segregação patrimonial efetiva entre o patrimônio do sócio ostensivo e da própria sociedade.

Consequentemente, os investidores apoiadores de um sindicato (sócios ocultos) poderiam ficar expostos a riscos de outro sindicato (nesse caso, uma SCP) caso ambas as sociedades tivessem o mesmo sócio ostensivo. Nesse sentido, a CVM entendeu que a estruturação de veículo de investimento nesses termos deve conter salvaguardas que não exponham os investidores a riscos adicionais àqueles que incorreriam se investissem individualmente, ou que os sujeitem a risco de crédito que não o da sociedade investida, nos termos fixados pelos incisos II e III do art. 33 da Instrução.

As sugestões dos participantes em relação a alterações específicas no modelo de SPE anteriormente sugerido perderam o objeto em função da decisão da CVM de alterar a regulamentação proposta para os sindicatos de investimento participativo, delegando aos agentes privados a função de estruturar os respectivos veículos de investimento, quando estes forem utilizados.

7.4.2. Restrição à participação em um único empreendedor de pequeno porte (art. 32, § 2º)

CMCAP critica a obrigação de que a SPE tenha por objeto a participação em ofertas de um único empreendedor de pequeno porte. O participante sustenta que a constituição de sindicato envolveria custos substanciais e que, no caso da emissão não lograr êxito, todos os custos teriam sido incorridos em vão pelos investidores ou sócios da SPE.

Godke Silva também questiona a exigência de que cada sindicato seja obrigado investir em um único empreendedor de pequeno porte, que dificultaria de sobremaneira a captação de recursos por meio desse tipo de estrutura.

Marco Poli crítica o art. 32 da Minuta, alegando que não faz sentido a obrigação de constituição de sociedade cuja participação esteja restrita a um único sindicato, não havendo necessidade ou mesmo a vantagem de se constituí a SPE desta forma.

Veirano Advogados sugere que o dispositivo seja alterado para que seja admitida a possibilidade de o sindicato de investimento participativo investir em mais de uma sociedade empreendedora, desde que todos os investidores que tenham participado da oferta original venham a concordar com a nova participação, sendo certo que o silêncio de qualquer investidor seja interpretado como negativa a esta possibilidade.

S & A Advogados entende que, a despeito da possível caracterização com fundo de investimento, a diversificação de investimento de acordo com o desejo do investidor gerará maior atratividade ao instituto.

Em razão da nova modelagem aplicável aos sindicatos de investimento participativo, a CVM esclarece que o grupo de investidores apoiadores de um determinado líder poderá participar em ofertas de diversas sociedades empresárias de pequeno porte, desde que seja garantido ao apoiador a

decisão de aderir ou não a cada oferta específica.

Na hipótese da constituição de veículo de investimento, este deve ser exclusivo para participação em uma única oferta, pois um veículo com uma carteira de aplicações atrai a regulamentação incidente sobre os fundos de investimento.

Assim, o requisito de utilização de veículo de investimento para uma única sociedade empresária de pequeno porte previsto no art. 33, inciso I, é um dos pilares centrais do modelo proposto, cuja flexibilização comprometeria inclusive a diferenciação existente entre sindicatos e fundos de investimentos, bem como entre investidor líder e administradores de carteira.

7.4.3. Vedação de oferta de títulos de participação da SPE (art. 33, § único)

CMCAP questiona a vedação presente no parágrafo único do art. 33 para a cooferta de quotas, ações, ou qualquer outra forma de participação na SPE. A comissão coloca que "*a inclusão de nova norma regulamentar, cuja finalidade e o objetivo são discutíveis em função do interesse público que justifica a atuação no mercado de capitais, limitando a atuação de um novo ente que está fazendo uma oferta pública dispensada de registro no contexto de outra oferta pública dispensada de registro. Melhor conviria exigir o registro de todos os participantes e simplificar o processo*".

Fialho Salles sugere a supressão do parágrafo único do art. 33, de maneira a permitir que o próprio mercado avalie as estruturas viáveis para o sindicato de investimento, inclusive por meio da oferta de títulos de participação.

O escritório elenca os seguintes fundamentos para sugestão: (i) haveria um alinhamento maior de interesses se os sócios da SPE e os investidores tivessem o mesmo título de investimento; (ii) em razão do disposto no § 5º do art. 32, as deliberações devem passar pelos investidores de **crowdfunding**, o que equivaleria dizer que ele é um dos sócios da SPE e, com isso, estaria sujeito aos "riscos de sócio"; (iii) é possível a oferta de títulos de participação por meio do emissor de pequeno porte, de modo que os investidores já incorreriam no "risco de sócio" caso a estrutura utilizada não possuísse o sindicato; (iv) os investidores em títulos de participações possuem proteções legais dadas aos sócios minoritários que podem não ser replicadas na relação contratual nos casos de títulos coofertados, de modo que o investidor poderia estar correndo risco maior; (v) a utilização de uma relação contratual ao invés de uma relação

societária traria uma série de riscos e inseguranças como, por exemplo, o fato de o contrato por tempo indeterminado poder ser resolvido por qualquer uma das partes mediante aviso prévio.

Broota sugere que o referido parágrafo seja alterado para que a vedação à oferta de títulos de participação se aplique "*somente para outros fins que não a própria constituição do sindicato*", em vista inclusive de viabilizar a organização das SPE na forma contratual de SCP.

VBSO recomenda que a vedação a cooferta de quotas, ações ou títulos de participação seja excluída, a fim de que não sejam limitadas as alternativas de investimento. Além disso, o escritório considera que, pelo fato de os títulos coofertados guardarem similaridades com os títulos emitidos pelo emissor de pequeno porte, tal vedação não seria adequada.

As sugestões dos participantes em relação a alterações específicas no modelo de SPE anteriormente sugerido perderam o objeto em função da decisão da CVM de regulamentar os sindicatos de investimento participativo de maneira não prescritiva, delegando aos agentes privados a função de estruturar os respectivos veículos de investimento coletivo, quando estes forem utilizados.

7.4.4. Deliberações do sindicato de investimento tomadas pelos investidores (art. 32, § 5º)

Veirano Advogados sugere que o § 5º do art. 32, que exige que todas as deliberações do sindicato referentes ao investidor de pequeno porte e aos valores mobiliários por este emitidos devem ser tomadas pelos investidores que aderiram à oferta, seja alterado de modo a prever um procedimento de "reunião prévia" por meio do qual os investidores decidiriam sobre seus investimentos no sindicato e este restaria obrigado a votar segundo a vontade da maioria. Desse modo, são propostas regras atinentes a notificação dos investidores com 10 (dez) dias de antecedência, forma dos investidores se manifestarem sobre a decisão assemblear etc.

As sugestões dos participantes em relação a alterações específicas no modelo de SPE anteriormente sugerido perderam o objeto em função da decisão da CVM de regulamentar os sindicatos de investimento participativo de maneira não prescritiva, delegando aos agentes privados a função de estruturar os respectivos veículos de investimento coletivo, quando estes forem utilizados.

7.4.5. Vedação à assunção de obrigações pelo sindicato

Broota e Pinheiro Neto argumentam que a SPE não deveria ter obrigações além daquelas relacionadas ao recebimento e repasse do investimento ao empreendedor de pequeno porte e ao relacionamento contratual com a plataforma. Desse modo, não haveria necessidade de endividamento ou assunção de outras obrigações no âmbito da SPE como, por exemplo, ter empregados, contrair dívidas, prestar garantias ou praticar atividades não relacionadas ao próprio sindicato.

Os participantes sugerem a inclusão de um § 2º do art. 33 que vede à SPE "*I – contrair ou efetuar empréstimos, salvo em modalidade autorizada pela CVM; II – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto em favor de seus investidores no âmbito do respectivo sindicato de investimento participativo; III – prometer rendimento predeterminado aos investidores; IV – utilizar recursos dos sindicatos de investimentos participativos para pagamento de seguro contra perdas financeiras de investidores; e V – praticar qualquer ato de liberalidade*", redação análoga ao disposto na Instrução CVM nº 555, de 2014 para os fundos de investimento.

As sugestões dos participantes em relação a alterações específicas no modelo de SPE anteriormente sugerido perderam o objeto em função da decisão da CVM de regulamentar os sindicatos de investimento participativo de maneira não prescritiva, delegando aos agentes privados a função de estruturar os respectivos veículos de investimento coletivo, quando estes forem utilizados.

A CVM concorda com Broota e Pinheiro Neto que as atividades esperadas da SPE que servirá de veículo para o sindicato de investimento participativo não contemplam a necessidade de contratação de empregados, contração de dívidas etc., sendo que os termos contratuais de cada sindicato deverão ser estruturados por cada plataforma.

Ademais, a incorporação de dispositivos da Instrução CVM nº 555, de 2014, na regulamentação dos sindicatos de investimento participativo poderia levar a conclusão equivocada de que há uma equiparação entre os regimes aplicáveis a eles e aos fundos de investimento – o que não é desejável, por razões anteriormente expostas.

É importante, na perspectiva regulatória da CVM, diferenciar ao máximo essas duas figuras, tendo em vista que o sindicato não possui registro na de funcionamento na CVM e não haverá autorização específica da Autarquia quanto ao seu funcionamento.

7.5. Investidor líder

7.5.1. Escopo de atuação do investidor líder (art. 35)

A Equity sustenta que não há como garantir que o investidor líder terá meios para participar da administração da empresa e prestar contas das atividades da empresa para os demais investidores. Segundo a associação, "*é preciso ficar claro que a proposta de valor principal dos sindicatos é dar acesso a boas startups, e não garantir que o líder atuará ativamente no negócio, afinal a capacidade de interferência de um investidor é bastante limitada*". A razão dos investidores em geral participarem das ofertas juntamente com o investidor líder não estaria ligada a sua capacidade de acompanhar os negócios, mas sim de selecionar bons empreendedores – colocando sua reputação em jogo de forma transparente.

Eqseed reafirma a noção de que não seria função precípua do líder seguir o desenvolvimento e progresso do empreendedor de pequeno porte, e sim selecionar boas oportunidades de negócio que serão compartilhadas com demais investidores, sendo ele remunerado por uma taxa de performance, em caso de sucesso da sociedade empreendedora.

Marco Poli reconhece a importância do investidor líder na promoção de boas oportunidades para os investidores, mesmo nos casos em que não seja necessária a constituição de sindicatos. Desse modo, sugere que todas as ofertas realizadas no âmbito do **crowdfunding** sejam obrigadas a contratar um investidor líder.

Por outro lado, o participante questiona a obrigatoriedade fixada na Minuta de que o investidor líder, depois de ajudar na captação do investimento, deva servir como mentor principal da empresa. Essas duas funções seriam mais bem endereçadas de forma segregada na regulamentação: por meio da previsão de um investidor líder responsável por liderar diversos **rounds** de investimentos, e um mentor vinculado ao investimento, que acompanharia a empresa e lhe transferiria experiência e conhecimento, diminuindo a chance de falha. Marco Poli entende que essas diferentes funções poderiam ser exercidas pela mesma pessoa ou por pessoas diferentes, a depender do caso em questão. Tal medida teria o potencial de aumentar a quantidade de líderes e de investimentos realizados.

Velloza & Girotto entende que a seção que trata das obrigações do investidor líder parte de uma premissa equivocada de que há uma relação de prestação de serviço entre o investidor líder e o sindicato de investimento. A atividade do investidor líder estaria relacionada à busca pelo empreendedor de pequeno porte, à analise da oportunidade de investimento e à discussão dos termos da operação. Desse modo, o investidor líder consegue diversificar seu portfólio e minimizar seu risco, de um lado, e os demais investidores conseguem, de outro lado, uma oportunidade de investimento fornecida por um investidor experiente.

A CVM considera os comentários pertinentes e, por isso, promoveu alterações substanciais na caracterização do investidor líder.

A Autarquia entende que a definição de investidor líder contida no art. 35 da Minuta deve ser revista, a fim de conformar tal definição com a prática do mercado de **crowdfunding**. Desse modo, as atividades descritas nos incisos II e III da Minuta, segundo os quais o líder deveria atuar "*junto ao empreendedor de pequeno porte, aplicando seus conhecimentos, experiência, e rede de relacionamento visando aumentar as chances de sucesso do empreendedor*" e "*como interlocutor entre a sociedade empresária de pequeno porte e o sindicato de investimento participativo*", foram movidas para o parágrafo segundo do referido dispositivo, a fim de tornarem-se facultativas.

O investidor líder deve informar seu âmbito de atuação no início da oferta, sendo que este fato deve estar descrito nas informações essenciais da oferta (Anexo 8, seção 4), no qual foi incluído item prevendo que se declare "*as funções a serem desempenhadas pelo investidor líder nos termos do art. 35 da Instrução*".

A CVM entende que a atuação por parte do investidor líder no acompanhamento e na gestão da sociedade empresária é benéfica e desejável, podendo aumentar as chances de sucesso do negócio e, consequentemente, influenciar positivamente a reputação do investidor líder. Ainda assim, optou-se pela não obrigatoriedade de desenvolvimento desta atividade já que, conforme colocado pelos participantes, tal atuação pode esbarrar em limites fáticos no caso concreto.

Nesse contexto, resta como essencial a função do investidor líder de apresentar sua tese de investimento pessoal, expondo as justificativas para a escolha da sociedade empresária de pequeno porte.

A nova regulamentação proposta reconhece a possibilidade do investidor líder atuar como simples selecionador de boas oportunidades de negócio, sem nenhuma obrigação adicional perante os investidores que integram do sindicato, o que torna a própria existência de veículo de investimento desnecessária.

Não se considerou pertinente a sugestão de Marco Poli para criação de uma nova figura de "mentor", por entender que essa atividade pode estar, ou não, vinculada ao investidor líder, sem a necessidade de criação de uma categoria específica.

A CVM considerou que a exigência obrigatória de investidor líder para todas as ofertas de **crowdfunding**, proposta por Marco Poli, também não seria cabível, já que a utilização desse participante pode não se mostrar interessante para todos os modelos de negócio das plataformas.

7.5.2. Permissão de líder como pessoa jurídica (art. 2º, VII c/c art. 35)

Equity e Godke Silva entendem que a figura do investidor líder não deveria se restringir a pessoas naturais, devendo ser permitido o desenvolvimento de tal atividade por pessoas jurídicas em geral, alguns dos quais inclusive regulamentados pela CVM, como é o caso de fundos de capital semente e **venture capital**, **family offices** e aceleradoras, que possuem grande experiência na análise de investimentos.

SITAWI e Souza Cescon, também entendem que a definição de investidor líder deveria ser ampliada para abarcar pessoas jurídicas, de modo a abarcar organizações como a própria SITAWI, que já atua como líder no segmento que contempla projetos com impacto social.

CFA sustenta a mesma posição e entende que a permissão de que investidores líderes sejam pessoas jurídicas irá possibilitar a participação de entidades com papel consagrado na indústria de fomento de empreendimentos de pequeno porte, como é o caso das incubadoras.

A CVM considerou as sugestões pertinentes e decidiu acatar a proposta a fim de permitir que investidores líderes se constituam como pessoas jurídicas, alterando para este fim sua definição no inciso VI do art. 2º da Instrução.

7.5.3. Equiparação do investidor líder com participantes do mercado registrados

ANBIMA entende que a figura do investidor líder se assemelha a do gestor de fundos de investimento, sendo que haveria um desconto regulatório para o primeiro por um função essencialmente similar. Nesse sentido, a associação propõe que sejam estabelecidos parâmetros adicionais para os investidores líderes (por exemplo, regras sobre deveres fiduciários, condições de monitoramento e verificação de atuação, e penalidades aplicáveis) para que eles possam desenvolver suas atividades nos termos descritos na Minuta.

O Benzecry e Pitta entende que o investidor líder, ao ser remunerado pela taxa de performance (prevista no art. 37, § 2º, I), ainda que somente no êxito da operação, alcança a condição legal de consultor de valores mobiliários, atividade que está submetida à regulamentação e fiscalização pela CVM. Neste contexto, o escritório sugere que seja exigido registro desses profissionais, ainda que em uma categoria específica de "consultor de valores mobiliários de emissão de empreendedor de pequeno porte".

Luiz Ferreira entende que os investidores líderes atuam, na prática, como gestores de carteira e analistas de investimento, ao formar sindicatos e recomendar empresas para investidores de varejo. O participante sugere que a CVM avalie a possibilidade de exigir do participante as certificações de analista e administrador de carteiras ou, na impossibilidade de atuação simultânea como analista e gestor, que seja criada uma nova habilitação para "investidor líder em sindicato de investimento".

Conforme as razões exposta no Edital de Audiência Pública nº 06/16, a CVM entende que a atuação do investidor líder não se enquadra na definição das atividades de analista de investimento, consultor de valores mobiliários ou gestor de recursos de terceiros, pelas seguintes razões: (i) não há discricionariedade do investidor líder para gerir ou direcionar o investimento realizado pelos demais investidores; (ii) a tese de investimento pessoal se refere a uma opção de investimento que será realizada pelo próprio investidor líder; (iii) há obrigatoriedade de investimento de, no mínimo, 5% do investimento; (iv) a remuneração do investidor é exclusivamente por meio de taxa de desempenho,

afastando-se a ideia de que este presta um serviço de análise ou consulta a respeito de determinado investimento.

Em relação ao consultor, há diversas diferenças adicionais, como por exemplo, a necessidade de o consultor conhecer os seus clientes e ter com eles uma relação bilateral, devendo aplicar, inclusive, o **suitability** para as recomendações efetuadas. O investidor líder, por sua vez, não possui clientes ou qualquer relação comercial com os investidores, é entendido como um investidor experiente (com status diferente) e sua remuneração se justifica pela descoberta de emissores com alto potencial de retorno e a oferta que ele abre de que outros investidores desejem acompanhar o seu investimento.

A CVM entende, portanto, que a função desenvolvida por investidor líder, dentro dos parâmetros estabelecidos, não justifica a criação de um regime de registro próprio, tendo em vista que as preocupações relacionadas a conflitos de interesse e nível de proteção de investidores já se encontram endereçadas na regulamentação proposta.

7.5.4. Requisitos para o investidor líder (art. 36)

A Anjos do Brasil sugere que o critério de experiência de investimento com recursos próprios previsto no art. 36, I, seja reduzido, de 7 (sete) investimentos em empreendedores de pequeno porte pelo período de 7 (sete) anos, para 3 (três) anos investindo em pelo menos 5 (cinco) investimentos. A organização entende que, pelo fato do mercado de **start-ups** no Brasil ser relativamente recente e em expansão, os parâmetros seriam muito longos e limitariam a quantidade de possíveis investidores líderes no Brasil. Em contrapartida, considerando que outra característica muito relevante para o investidor líder seria sua experiência pessoal, sugere-se adicionar o requisito de que o líder tenha ao menos 10 anos de experiência profissional.

A Equity considera que o investidor líder deve ser entendido para além de sua experiência como investidor. Isso porque investidores de **venture capital** são, em sua maioria, operadores desse mercado, que criam e vendem produtos e serviços inovadores. Não seria cabível, por isso, a exigência de experiência mínima para o investidor líder, ainda mais considerando que praticamente não existem investidores com a experiência de 7 (sete) anos e 7 (sete) investimentos proposta na instrução. Alternativamente, a associação sugere que se estabeleça a obrigação de "*informar, de modo transparente,*

a) a quantidade de investimentos já realizados; b) a experiência que possui nos mercados de atuação da startup; c) os potenciais conflitos de interesse na oferta; e d) o valor investido no negócio".

IBRI questiona o racional da CVM para fixar o requisito de comprovada experiência nos últimos 7 (sete anos) em pelo menos 7 (sete) empreendedores de pequeno porte.

Marco Poli aponta que não acredita haver um investidor que consiga cumprir os requisitos fixados no art. 36, I, dado o contexto brasileiro, no qual número de líderes no mercado de **crowdfunding** ainda é pequeno. O participante também aponta que o objetivo do dispositivo (demandar um líder com real conhecimento do mercado de **startups)** não é atingido por meio do critério proposto, sendo mais correto estabelecer como critério que o "*investidor tenha liderado pelo menos 5 deals*". O requisito de 7 (sete) investimentos seria inócuo se nenhum deles tiver sido liderado pelo investidor líder.

Stocche Forbes sugere a redução do prazo para comprovação da experiência de investimento de recursos próprios para, pelo menos, 3 (três) empreendedores de pequeno porte, por um período de, no mínimo, 3 (três) anos.

A CVM considerou os comentários dos participantes razoáveis e optou por acatar a sugestão da Equity de excluir os critérios objetivos e determinar que o tratamento do assunto se dê mediante **disclosure**, isto é, transparência de todos os negócios em que o investidor já participou, informando, inclusive, os seus resultados positivos e negativos. Nesse sentido, foi aperfeiçoado o item relativo aos sindicatos de investimento participativo no Anexo 8.

A Equity defende que a vedação do art. 36, II, de que o investidor líder seja sócio ou exerça qualquer cargo deliberativo no empreendedor de pequeno porte, seja relativizada, de modo a permitir que fiquem impedidos de liderar rodadas de investimento apenas os sócios detentores de mais de 10% no emissor de pequeno porte.

Argumenta-se que a prática de investimentos nas **start-ups** normalmente consiste em uma primeira rodada de investimento, onde poucos investidores participam do negócio, e numa segunda e crítica etapa, na qual o desafio é atrair um número maior de investidores para o negócio. Seria, portanto, natural que um investidor líder que já tivesse aportado recursos pudesse abrir espaço de seu direito de preferência pro-rata para trazer co-investidores na alocação.

A CVM considerou os comentários válidos e acatou a proposta da Equity, passando a permitir a atuação, como líder, de um investidor que possua valores mobiliários que representem, seja por meio de participação direta ou de valores mobiliários conversíveis em participação, até 20% do capital da sociedade empresária de pequeno porte.

Tendo em vista que o montante investido numa rodada anterior ao **crowdfunding** estaria limitado a valores mobiliários que representem até 20% do capital da sociedade empresária de pequeno porte, entendeu-se que os riscos de conflitos de interesse ficam mitigados e não superam os benefícios de possibilitar que os investidores líderes possam oferecer emissores nos quais ele detenha participação minoritária, possibilitando a participação de outros investidores no aumento de capital, considerando a reputação é o que diferencia esses investidores.

A Equity propõe a exclusão do inciso III do art. 36, que veda ao investidor líder ser sócio, administrador, funcionário ou preposto da plataforma ou receber qualquer remuneração desta. Argumenta-se que, em um mercado nascente como o brasileiro, são poucos os investidores líderes dispostos a assumir o trabalho e a exposição nas ofertas de **crowdfunding**, de modo que tal impedimento teria um resultado indesejado.

A associação utiliza como exemplo os modelos de plataformas bem sucedidas como, por exemplo, o FundersClub dos EUA ou o OurCrowd de Israel, que exigem que os sócios da plataforma invistam em cada uma das ofertas disponibilizadas para os demais investidores. Por fim, sugere que, pelo fato de muitas plataformas terem se utilizado do **crowdfunding** para levantar recursos no Brasil, a proibição de que tais investidores participem como líderes seria injusta e prejudicial ao mercado.

Velloza & Girotto propõe a eliminação da restrição de que o sócio de plataforma atue como investidor líder, uma vez que a Minuta já contaria com um mitigador de conflito de interesses relevante, qual seja, a obrigação do investidor líder de contribuir com, pelo menos, 5% (cinco por cento) do valor alvo da captação.

Na opinião do referido escritório, o conflito de interesses estaria mitigado, nesse caso, por dois outros motivos: (i) o investidor líder coloca sua reputação em jogo e investe através da criação de um portfólio, de modo que seria remota a possibilidade deste investir em um empreendedor de pequeno porte com a simples finalidade de gerar negócios para a plataforma; (ii) não haverá um benefício duradouro

para plataforma caso ela promova o financiamento de empreendedores de pequeno porte de baixa qualidade, de modo que sua taxa de insucesso se torne superior a do mercado.

A CVM considerou os comentários válidos e eliminou a restrição contida no inciso III do art. 36 da Minuta, tendo em vista, inclusive, o baixo número de pessoas que atuam nesse mercado.

Considerando o fato de que as plataforma poderão cobrar taxa de desempenho em suas ofertas, alinhando-se interesses para a captação de investidores de qualidade para ofertarem em seus sistemas, também é factível que sócios e administradores dessas plataformas possam colocar a sua reputação individual em jogo e atuem como investidores líderes.

As exigências de investimento individual de 5% e remuneração com base na taxa de performance também parecem ser suficientes para mitigar situações de potencial conflito de interesse de líderes que estejam vinculados às plataformas. Caso essa assunção sobre os conflitos de interesse não se verifique na prática, a CVM poderá vir a alterar a regra posteriormente, se verificadas situações indesejáveis.

Também, o fato de que muitas plataformas terem se financiado por meio de **crowdfunding**, (tendo, portanto, uma base de sócios com investidores que participam deste mercado) legitima a decisão da CVM de excluir a redação contida no art. 36, III, da Minuta.

Em relação ao inciso IV do art. 36, a Equity também sugere a sua exclusão, visto que a exigência de que o investidor líder aporte ao menos 5% do valor alvo de captação da oferta inviabilizaria a participação do perfil mais apropriado para liderar as rodadas em startups, que são jovens empreendedores que ainda não possuem recursos financeiros suficientes.

Tal restrição também impediria uma diversificação eficiente do capital do investidor líder, principalmente levando em consideração a falta de liquidez dos investimentos e a remuneração pela taxa de performance.

Sobre a obrigatoriedade de investir por meio do sindicato, a associação observa que o investidor líder é escolhido pois possui condições de contribuir com a empresa para além do seu capital, sendo que

"*o líder do sindicato não precisa pagar para investir na startup emissora*" e "*ao obrigar que ele integre o sindicato, ele terá que arcar com os custos de manutenção deste veículo ou senão terá condições diferentes de todos os demais membros*".

Assim, tal obrigação deveria ser substituída pelo "*compartilhamento do contrato de investimento com a plataforma e os demais investidores, de forma que fique provado que seus termos econômicos não diferem dos do sindicato*".

José Melman sugere que, além do valor mínimo de 5% (cinco por cento) exigido como investimento mínimo por parte do investidor líder, também seja fixado um montante fixo em dinheiro, visto que haveria casos nos quais o valor inicial exigido seria relativamente baixo – por exemplo, considerando que o montante médio arrecadado em ofertas em 2015 foi de R$ 525.000 (quinhentos e vinte e cinco mil reais), o cálculo de tal percentual resultaria no valor de R$ 26.250 (vinte seis mil, duzentos e cinquenta reais).

A CVM entende que as disposições relativas ao comprometimento do investidor líder nas ofertas estão adequadas e não acatou as sugestões realizadas. É importante recordar que a CVM está reconhecendo e legitimando na regulação a sua atuação e permitindo, inclusive, que ele receba uma taxa de desempenho, típica de participantes registrados como gestores.

É necessário, portanto, estabelecer contrapartidas adequadas e compatíveis para que seja possível exercer essa função. Nesse sentido, é fundamental que ele invista nas mesmas condições dos demais investidores.

Vale destacar, por fim, que as dificuldades mencionadas sobre a capacidade de o líder diversificar seus investimentos seria infinitamente maior se a ele não fosse permitido o exercício da função. Assim, a possibilidade que ele tem de investir até 5% da oferta, em conjunto com os demais investidores que acompanharem a oferta, permite que este invista em mais sociedades empreendedoras do que no caso em que este investisse individualmente.

7.5.5. Sucessão de investidor líder inapto ao exercício do cargo

Baptista Luz sugere a inclusão de § 1º ao art. 36, com a finalidade de prever que os documentos constitutivos do sindicato deverão prever regras para imediata sucessão do investidor líder caso este deixe de atender a qualquer nos requisitos previstos no dispositivo, e do § 2º ao art. 36, prevendo que o investidor líder que deixar de atender a quaisquer dos requisitos do art. 36 poderá ser substituído, a critério dos demais investidores do sindicato.

O escritório argumenta que "e*m razão de tamanha ingerência do investidor líder sobre o sindicato, em detrimento dos demais investidores, entendemos que a decisão sobre a efetiva substituição do investidor líder deve ficar a critério dos demais investidores no sindicato*".

Em razão da mudanças efetuadas no regime dos sindicatos e investidores líderes, privilegiando princípios ao invés de regras prescritivas, a CVM não entende pertinente a sugestão proposta. Ademais, cabe salientar que o investidor líder não é um prestador de serviços de um fundo de investimento, mas um investidor que, como os demais, alocou parte de seus recursos na oferta pública (5%). Vale frisar ainda que, nos termos da nova regulamentação proposta, o investidor líder não necessariamente terá de atuar junto à sociedade empresária de pequeno porte ou como interlocutor entre esta e o sindicato.

7.5.6. Obrigações do investidor líder e perante o sindicato e demais investidores (art. 37, § 1º e art. 19, I, "g")

A Equity questiona a obrigatoriamente de prestação de contas pelo investidor líder aos demais investidores do sindicato acerca do andamento dos negócios (nos termos do art. 37, § 1º, II), já que tal obrigação deveria ser exclusivamente da emissora, e também a obrigação do investidor líder divulgar sua orientação de voto nas assembleias e reuniões do empreendedor (art. 37, §1º, III), visto que o líder não é necessariamente um intermediário nesta relação. Salienta que a proposta de valor principal dos sindicatos é dar acesso a boas startups, e não garantir que o líder atuará ativamente no negócio.

Veirano Advogados sugere que o art. 37, § 1º, III seja alterado, de modo que a obrigação do investidor líder não seja simplesmente de divulgar sua orientação de voto aos demais investidores, mas sim de comunicar os investidores sobre a existência de uma deliberação assemblear em relação ao emissor de pequeno porte que deverá ser objeto de uma "reunião prévia" para colher suas orientações de voto.

Em razão da mudanças efetuadas nas funções desempenhadas pelos investidores líderes, (tornando obrigatória apenas a função de fornecer tese de investimento pessoal) e na abordagem com base em princípios adotada na norma, a CVM entendeu pertinente remover o § 1º do art. 37 da Minuta, que determinava estipulações que deveriam estar presentes no contrato entre o sindicato de investimento participativo e o investidor líder.

O Benzecry e Pitta sugere que seja incluído um novo dever no contrato celebrado entre o investidor líder e o sindicato (por meio da inclusão do inciso VI ao § 1º do art. 37), qual seja, a obrigação do investidor líder "*transferir ao sindicato de investimento participativo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição e atuação, exceto pela taxa variável de desempenho em função do retorno dos valores mobiliários adquiridos pelo sindicato*".

A sugestão do participante perdeu objeto em função das mudanças anteriormente referidas na regulamentação, que eliminaram a exigência de constituição de veículo de investimento coletivo pelo sindicato e permitiram a atuação do investidor líder sem a necessidade de constituição de tal veículo.

Mauro Matos faz referência ao artigo 19, I, "i", que assegura o direito de alienação conjunta dos co-investidores no caso do investidor líder alienar seu investimento na sociedade empresária de pequeno porte, a fim de questionar quando o investidor líder poderá alienar o seu investimento, se durante o prazo de captação da oferta inicial ou apenas após o período de captação, quando se tem certeza que o valor alvo foi atingido.

A referência à alienação de participação contida no art. 19, I, "i" se refere ao período posterior à realização da oferta, uma vez que, caso o valor alvo da oferta não seja atingido (que, conforme redação final da Instrução, foi alterado para o valor mínimo), o investimento sequer irá ocorrer – seja no caso do investidor líder ou dos demais investidores..

7.5.7. Vedações ao investidor líder contidas no contrato com a plataforma (art. 37, § 2º)

SITAWI e Souza Cescon sustentam que os empréstimos não conversíveis não apresentam grande **upside** e, portanto, a remuneração do líder deveria contemplar também a possibilidade de pagamento único por parte dos investidores, no momento de fechamento da transação. Desse modo, os participantes

sugerem que à redação do art. 37 § 2º, I, seja alterada, em sua parte final, para permitir o pagamento de "*uma taxa de avaliação de crédito, no caso de dívidas não passíveis de conversão em participação*".

Marco Poli entende que a exigência do art. 37, § 2º, I não é conciliável com a necessidade tácita exigida pela legislação de que a empresa tenha pelo menos um administrador e este receba pelo menos um salário mínimo de pró labore, dado que o referido dispositivo veda expressamente qualquer espécie de remuneração que não a taxa variável de desempenho.

A CVM não considerou a sugestão do SITAWI e Souza Cescon válida e manteve a vedação de recebimento de qualquer espécie de remuneração, exceto pela taxa de desempenho contida no art. 37, § 2º, I, da Minuta (atualmente o art. 37, I, da Instrução).

A possibilidade de pagamento de uma "taxa de avaliação de crédito", em substituição à taxa de performance requerida, não é condizente com os parâmetros fixados para o investidor líder, cuja remuneração por taxa de performance funciona como um mecanismo de alinhamento de interesses. A remuneração por uma taxa fixa ao final da captação da oferta também assemelharia o serviço prestado a um serviço de analista de valores mobiliários, o que não seria desejável por se tratarem de figuras distintas.

Já sobre a observação de Marco Poli, considera-se que o problema apresentado já foi endereçado por meio da desvinculação da figura do investidor líder à necessidade de constituição de veículo por meio de sociedade de propósito específico, conforme exposto nos itens anteriores.

Dentre as vedações para o investidor líder constantes no contrato com a plataforma, a Anjos do Brasil sugere alteração do art. 37, § 2º, III, para que o número máximo de sindicatos nos quais o investidor líder pode atuar seja aumentado de 3 (três) para 6 (seis) sindicatos, por ano calendário, incluindo todas as plataformas.

IBRI também considera excessiva a limitação de que o investidor líder atue em até 3 (três) sindicatos por ano, que pode restringir a formação do mercado de **crowdfunding** e a atração de investidores.

SITAWI e Souza Cescon sugerem o art. 37, § 2º, III, seja alterado para prever a limitação de "*no caso de pessoas naturais, atuar em mais de 5 (cinco) sindicatos de investimento participativo, por ano-calendário, incluindo todas as plataformas*", principalmente considerando os investimentos de mais curto prazo, como títulos de dívida, cujo prazo de maturação é menor quando comparado as títulos de participação.

A Equity sugere que a restrição de 3 sindicatos por ano-calendário seja eliminada, tendo em vista que ela acaba por impossibilitar uma das maiores vantagens de se formar um sindicato, que é conseguir uma alta diversificação nesta classe de ativos. Tal restrição iria contra os principais casos de sucesso de investimento anjo no mundo (YCombinator, SVAngels, Jason Calacanis) que chegam a investir em um negócio por semana e desenvolveram metodologia para agregar valor em escala.

A associação salienta que o mais importante no investidor líder é sua capacidade de selecionar bons empreendedores e colocar sua reputação de forma tão transparente em jogo, podendo a capacidade de interferência do investidor no negócio ser bastante limitada.

Stocche Forbes também sugere que o investidor líder possa atuar sem restrições, desde que essa informação seja divulgada ao público, conforme a redação sugerida: "*III – divulgar em quais sindicatos atua, bem como o tempo semanal dedicado em cada um dos sindicatos, sendo que tal informação deve ser atualizada semestralmente*".

José Melman questiona se a contagem de 3 (três) sindicatos prevista no art. 37, § 2º, III, incluiria apenas sindicatos atuantes em ofertas cujo valor alvo de captação tenha sido atingido, ou também aquelas não concluídas.

Marco Poli sugere que a limitação de 3 (três) lideranças por ano, somado ao fato de haver muito poucos investidores habilitados para liderar investimentos no presente, tornaria a atividade do investidor líder ser pouco desenvolvida nos próximos anos. Nesse sentido, o participante reafirma a sugestão para que a atividade de mentoria (auxiliar no desenvolvimento do emissor) seja separada da figura do investidor líder, possibilitando a este liderar um número bem maior de investimentos e tornando desnecessária a referida restrição.

Em linha com o comentário geral de que o investidor líder não atua como prestador de serviço mas sim como conte de conhecimento e experiência para investidores, Velloza & Girotto entende que o requisito presente no art. 37, § 2º, III, deveria ser revisto.

Considerando-se a decisão de tornar facultativa a função de participação do investidor líder na gestão da sociedade empresária de pequeno porte, a CVM considera que a restrição importa no art. 37, § 2º, III, da Minuta perdeu a razão de ser o, por isso, optou pela remoção do respectivo dispositivo.

7.6. Informações sobre o sindicato de investimento participativo (Anexo 8 e Anexo 27-I)

José Melman sugere a inclusão de informações sobre o sindicato de investimento participativo e do investidor líder, quando houver, nas informações sobre início de oferta previstas no Anexo 27-I da Minuta e da Instrução definitiva.

Na versão anterior da Minuta, tal informação somente era exigida no relatório anual enviado pelas plataformas eletrônicas de investimento participativo, previsto no Anexo 27-II. O participante defende que não seria possível acompanhar essa informação ao longo do ano, mas tão somente do relatório anual, de modo que a limitação do número de investimentos anual por cada investidor líder não poderia ser verificado no momento da oferta.

Considerando-se que a restrição de que o investidor líder participasse de 3 (três) ofertas anuais de sindicato foi removida, nos termos da justificativa anterior, a sugestão proposta perdeu o objeto e, portanto, não foi considerada pela CVM.

8.Disposições Finais (arts. 41 a 50)

8.1. Revogação das dispensas do art. 5º da Instrução CVM nº 400, de 2003, e art. 7º da Instrução CVM nº 480, de 2009

Albino Advogados sugere a manutenção do inciso III, do art. 5º, da Instrução CVM n º 400, de 2003, de modo a contemplar o caso de empresas de pequeno porte, conforme definição da CVM, que não atendam às disposições da Minuta em relação à possibilidade de dispensa automática de registro.

Benzecry e Pitta considera inadequada a supressão destas dispensas, pois deveria caber ao emissor a opção de usar ou não uma plataforma eletrônica de investimento participativo. A manutenção dos dispositivos visa permitir o acesso ao financiamento das atividades das microempresas e empresas de pequeno porte e formação de capital por meio da oferta pública de valores mobiliários, no entender do escritório.

Benzecry e Pitta demonstra preocupação pelo fato da CVM estar exigindo, conforme os termos da Minuta, a presença de um intermediário. "*O custo destes e de estruturação das operações se elevará, na medida em que o emissor deixa de ter a opção de pleitear as dispensas na CVM por conta própria*", conclui o participante.

Velloza & Girotto questiona se a dispensa de registro não será mais possível para uma oferta de emissão **offline** de microempresa e empresa de pequeno porte, termos substituídos pela definição de "empreendedor de pequeno porte" na Minuta.

O escritório considera que a revogação pura e simples do inciso III do caput do art. 5º da Instrução CVM 400, de 2003, desperdiça uma oportunidade de disciplinar em quais termos ofertas de valores mobiliários de empreendedores de pequeno porte feitas **offline** deixam de estar obrigadas a realizar oferta pública nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, ou Instrução CVM nº 476, de 2009.

O participante cita como exemplos de rodadas de investimento privadas **offline** aquelas "*feitas por grupos ou sindicatos de investidores–anjos, por colegas de trabalho ou investidores pertencentes a uma mesma comunidade, qualquer que seja, sem o uso da internet*". O Vellozo & Girotto entende que tais rodadas podem ser tecnicamente consideradas uma oferta pública feita com esforços restritos, tal qual

a modalidade prevista na Instrução CVM nº 476, mas "*são investimentos informais, de pequeno vulto, que não contam com a participação de agentes do sistema de distribuição de valores mobiliários*".

Velloza & Girotto sugere que seja mantida permissão expressa para a emissão **offline** de valores mobiliários por empreendedor de pequeno porte mantendo inalterado o limite anterior de R$ 2,4 milhões a cada 12 meses por se tratar de ofertas na qual não há a figura de um **gatekeeper.** Estas ofertas se realizariam "*sem qualquer interveniência de uma plataforma de **equity crowdfunding** ou figura afim que se valha de **sites** públicos na rede mundial de computadores para ofertar valores mobiliários*". O escritório acredita que os pequenos emissores devam ter a seu dispor diversas formas de acesso ao mercado de capitais.

CMCAP opina que as ofertas de **crowdfunding** de investimento, que se valem até o momento das disposições alteradoras da Instrução CVM nº 400, de 2003, introduzidas pela Instrução CVM nº 482, de 5 de abril de 2010, são relativamente recentes, tendo ocorrido principalmente a partir de 2014, e num contexto fático totalmente diferente do momento da edição da Instrução CVM nº 482, de 2010.

A entidade considera "*prematura a nova introdução de regras a um mercado que está longe de se consolidar, quanto mais de ter definido seu próprio formato*". CMCAP sugere que a CVM avalie a conveniência do estabelecimento de um período de carência ou monitoramento como alternativa à imposição do novo regramento.

CMCAP alerta que a regulamentação proposta implica algumas maiores consequencias que precisam ser devidamente sopesadas pela CVM, como: *"(i) a formulação de exigências tamanhas no regime de dispensa de registro, a ponto de se questionar a viabilidade de sua aplicação ou conveniência de sua adoção nesses termos; (ii) a efetiva transferência da atividade de análise de cumprimento desses requisitos para as plataformas, que passariam a ter como função conferi-los no contexto de sua diligência como **gatekeeper**; e em decorrência dessa função, (iii) qualquer irregularidade ou descumprimento nos requisitos da oferta dispensada de registro poderiam caracterizar oferta irregular e implicar em responsabilidades*".

A entidade vislumbra que, com um período de carência ou monitoramento de operações adequado antes de efetivar uma nova imposição, o mercado poderia ser doutrinado, evitando-se efeitos prováveis da nova regra, no entender da CMCAP, como "*o desestímulo de operação das plataformas, na medida em que o risco jurídico decorrente de sua atividade ultrapassará as oportunidades de negócios*

que, sem tais exigências e responsabilidades, poderiam se desenvolver – e efetivamente fomentar o financiamento de empresas em estágio inicial".

Alternativamente, a entidade traz a proposta que a regulamentação em discussão inclua não apenas uma proposta de dispensa total de registro de emissores e de ofertas públicas, mas também um regime intermediário, tanto de dispensa de requisitos quanto de registro simplificado. A participante observa que a Minuta não tratou da possibilidade de dispensa de elementos específicos da oferta, os princípios envolvidos na análise de tal pedido, a forma de seu requerimento nem da responsabilidade sobre a sua concessão.

Além da proposta de dispensa de requisitos e de registro simplificado, CMCAP aventa a criação de um registro específico de emissores de pequeno porte. As exigências da Minuta relativas a estes emissores já incluem dados que poderiam constar do cadastro da CVM, assim como ocorre para os demais participantes, permitindo que investidores e público em geral tenham maior conhecimento sobre as captações.

Na visão da CMCAP, como resultado, uma listagem de natureza informativa, que poderia consolidar dados de todas as plataformas operando sob a supervisão da CVM, passaria a ser de conhecimento público.

Outra sugestão apresentada pela CMCAP é que a CVM avalie a conveniência de manutenção da "*possibilidade de oferta direta, sem intermediários, mantidas as eventuais exigências cabíveis para manter o mesmo nível de confiabilidade. Ou até mesmo diminuição dos custos de estruturação da operação*".

CMCAP considera que as práticas desse novo mercado ainda não estão consolidadas, e não deveria se abandonar o regime regulatório de emissões de MEs e EPPs, introduzido pela Instrução CVM nº 482, de 2010, que inclui entre seus méritos "*a quase presunção de que as emissões públicas ali autorizadas fossem levadas a cabo mediante colocação dos valores mobiliários pelos próprios ofertantes, sem intermediários*".

Assim, a entidade propõe que "*as regras a serem futuramente adotadas bem poderiam deixar expresso que os emissores poderão dispensar a participação de plataformas na formulação de ofertas de seus valores mobiliários*".

Seguindo raciocínio similar, CMCAP também sugere que não se imponha a exigência que as ofertas desses emissores somente possam ser realizadas pela internet. Opina a entidade: "*Embora este seja o meio natural de sua veiculação, e haja dificuldade em elencar exemplos em que as ofertas sejam apresentadas ao público em geral por outra modalidade, não se encontram razões para restringir sua realização. É certo que entre as possíveis justificativas esteja a de supressão de fraudes e situações de interesse público, mas uma tal vedação pode ir de encontro a oportunidades de mercado, que seriam perdidas*".

Os comentários dos participantes no sentido de manter a dispensa prevista no art. 5º, inciso III, da Instrução CVM nº 400, de 2003, não foram considerados pertinentes. Inicialmente, é necessário dizer que, ao contrário do que aduz a CMCAP, a dispensa para a realização de ofertas públicas sem registro por parte de microempresas e empresas de pequeno porte existe desde a edição da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Em 2010, por meio da Instrução CVM nº 482, a Autarquia estabeleceu requisitos adicionais para que a dispensa fosse utilizada, quais sejam, (i) o limite de R$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil) como valor máximo que poderia ser captador pelo emissor em 12 meses; (ii) a necessidade de informar à CVM sobre o início da oferta; e (iii) as regras relativas à utilização de material publicitário.

Conforme comentado no edital de audiência pública, tal dispensa foi, desde 2003, raramente utilizada pelos emissores de valores mobiliários até o surgimento das plataformas de **crowdfunding**. De fato, apenas após o estabelecimento de tais plataformas e a construção de um ambiente de virtual encontro de empreendedores e investidores interessados em investir nesse perfil de emissor, que tais ofertas decolaram.

Ademais, sempre preocupou a CVM a possibilidade de tais ofertas serem conduzidas sem a presença de um **gatekeeper** autorizado para assegurar que a oferta está sendo conduzida da maneira apropriada. Prova disso é a inclusão de requisitos adicionais em 2010.

Adicionalmente, considerando o limite de R$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil) então presente na Instrução CVM nº 400, de 2003, e o patamar atual das ofertas de **crowdfunding** – que gira em torno de R$ 400.000 (quatrocentos mil), a manutenção da dispensa acarretaria uma arbitragem regulatória indesejável, ainda que restrita ao mundo **offline**, incentivando emissores e participantes do mercado a não utilizar a nova instrução.

Sobre os comentários do Velloza & Girotto, vale mencionar que se as rodadas de investimento privadas feitas por sindicatos de investidores-anjos ou quaisquer outros grupos podem vir a ser enquadradas como públicas se contiverem alguma das características presentes no art. 3º da Instrução CVM nº 400, de 2003, combinado com o Parecer de Orientação nº 32. Nesse sentido, os ofertantes devem obter o conforto necessário para seguir com a oferta privadamente ou buscar um dos regimes existentes na regulamentação para ofertar publicamente.

A CVM alerta, ainda, que a mera possibilidade de inscrição ou cadastramento de investidores, por meio de **link** na Internet, sem qualquer restrição de acesso, para que, posteriormente, ele integre uma lista de pessoas para as quais uma oferta de valores mobiliários venha a ser endereçada, pode configurar uma oferta pública, em função das demais características do caso concreto (vide item 4.1).

Cabe esclarecer, ainda, que a CVM sempre pode vir a estudar pedidos de dispensa de comandos específicos da norma e que não se achou conveniente regulamentar a operacionalização de tais pedidos, estando, portanto, sujeitos à disponibilidade da área técnica – no caso das ofertas públicas, a SRE.

Relativamente à sugestão de se estabelecer um regime de registro específico de emissores de pequeno porte, a CVM informa que um estudo muito parecido voltado para emissores de médio e pequeno porte já foi conduzido pela Autarquia recentemente e entendeu-se que não era adequado seguir adiante naquele momento. A CVM acredita que pode vir a estudar o tema novamente, caso seja conveniente e oportuno, o que dependerá muito da experiência adquirida com os emissores que vierem a realizar ofertas públicas por meio do mecanismo de **crowdfunding**.

8.2. Infração grave (art. 47)

CMCAP opina que, com referência à aplicação do processo sancionador, exercício do direito de defesa e punições de trata o art. 47, que elenca os dispositivos cuja violação caracteriza infração grave, "*as responsabilidades respectivas podem ora ser atribuídos aos emissores, ora às plataformas, ora aos sindicatos, ora a vários dentre esses*" nos diversos dispositivos existentes na norma.

Considerando o caráter de punição severa que corresponde às potenciais violações, a CMCAP entende que seria prudente a CVM estabelecer com toda a cautela possível a individualização das condutas e os níveis de participação e contribuição para as condutas indesejáveis.

A CVM considerou a redação do art. 47 adequada e entende que a individualização de condutas e os níveis de participação e contribuição para condutas indesejadas deverão ser avaliadas caso a caso, em função das circunstâncias particulares de cada situação concreta, processo administrativo sancionador com ampla defesa e contraditório.

8.3. Vigência e prazo de adaptação (arts. 49 e 50)

Conforme já mencionado em nos comentários ao art. 15, a Equity observa que o prazo total para concessão do registro na CVM pode chegar até 240 dias, portanto o prazo de 180 dias estipulado no art. 49 da Minuta para as plataformas obterem a devida autorização do regulador não é suficiente. A associação sugere que o prazo de 180 dias do art. 49 seja aplicável em relação à entrada do pedido de registro da plataforma na CVM.

Stocche Forbes manifesta preocupação semelhante e sugere que o prazo de registro previsto no art. 49 seja compatibilizado com os prazos do processo de registro previstos nos termos do art. 15, principalmente se for levado em conta se tratar de uma atividade ainda não sujeita a registro na CVM.

Benzecry e Pitta defende a dilação do prazo máximo para obtenção do registro na CVM para, no mínimo, 300 (trezentos) dias, a contar da vigência da Instrução, período que considera razoável para as plataformas consolidarem todas as informações necessárias ao cumprimento dos requisitos de credenciamento elencados no art. 13 da Minuta.

Assim como a associação Equity, Benzecry e Pitta observa que o prazo de carência imposto precisa "*guardar sintonia com o prazo previsto no art. 15 da Minuta para concessão pela SRE da autorização para prestação de serviços de plataforma eletrônica de investimento participativo, contemplando a possibilidade de rodada de exigências adicionais ao pedido de autorização e o prazo para atendimento, pela plataforma, das referidas exigências*".

Em relação ao art. 50, que trata das ofertas realizadas por uma plataforma entre a data da entrada em vigor da instrução e a data de concessão do registro, Equity propõe que, no caso de oferta que já estava em andamento antes da entrada em vigor, esta possa continuar seu curso conforme as regras atuais de dispensa de registro.

CMCAP alerta que "*a imediata entrada em vigor das alterações, tanto se vierem a ser essencialmente mantidas no formato e proposta da Minuta, quanto se estiverem sujeitas a alterações profundas, exigirá esforços duríssimos a emissores e ofertantes que já estiverem com captações planejadas ou em curso*". CMCAP propõe que o prazo de entrada em vigor da instrução seja idêntico ao do art. 49, de modo a que os emissores não sejam prejudicados.

As sugestões foram consideradas pertinentes e a CVM alterou o modelo de entrada em vigor da norma para prever regimes diferenciados, distinguindo: (i) ofertas em andamento e ofertas novas; e (ii) o registro das plataformas que tenham realizado ofertas públicas de valores mobiliários e o registro das plataformas novas, isto é, que ainda não tenham realizado ofertas públicas de valores mobiliários.

No que se refere ao item (i), a norma passa a deixar claro que as ofertas que já estejam em andamento não precisam ser alteradas para incorporar os novos comandos da Instrução e podem ser finalizadas da forma que foram inicialmente propostas. As novas ofertas, contudo, já devem ser iniciadas contemplando os comandos da nova regra, ainda que a plataforma esteja no meio do seu processo de registro junto à Autarquia.

No tocante ao item (ii), optou-se por diferenciar os casos das plataformas que já estão em operação daquelas que ainda não começaram a operar. Com o objetivo de não paralisar as ofertas de **crowdfunding** enquanto as plataformas que já estão em operação passam pelo processo de registro –

o que pode durar até 180 dias –, a CVM decidiu autorizar que estas possam conduzir novas ofertas, desde obedeçam os comandos editados pela nova regra relativamente à oferta, sobretudo quantos aos limites impostos e o seu regime informacional (Anexo 8).

Busca-se, assim, preservar o fluxo de ofertas já programado pelas plataformas que já estejam em operação e reconhecer que elas já possuem uma estrutura mínima para a execução de ofertas públicas pelo mecanismo do **crowdfunding**, atividade que já vem sendo realizada por elas há pelo menos dois anos.

As plataformas novas, por sua vez, devem completar o processo de registro antes de estarem autorizadas a conduzir ofertas públicas, devendo comprovar para o regulador que possuem as condições estabelecidas na regra para realizar tal tarefa.

Foi estabelecido um o prazo de carência de 120 dias para que as plataformas que já estejam em operação se registrem. Após esse prazo, elas ficam desautorizadas a conduzir novas ofertas até a obtenção do seu registro.

Enquanto não for disponibilizado sistema específico para recepção dos documentos solicitados no art. 27 (anexos 27-I e 27-II), estes deverão ser encaminhados à CVM/SRE nos termos descritos da seção 1 do OFÍCIO-CIRCULAR Nº 01/2017/CVM/SRE.

9.Outros comentários à Minuta

9.1. Ofertas no exterior

Carlos G. Mattos Jr. solicita esclarecimento se uma plataforma registrada operando no Brasil poderá realizar captações no exterior, e em caso positivo, opina que tal possibilidade deveria estar explicita na Minuta.

Não há qualquer vedação para recebimento de aplicações de investidores estrangeiros que queiram investir em empreendimentos de sociedades empresárias de pequeno porte brasileiras. A

norma estabelece regras a serem cumpridas pelas plataformas para proteger os investidores nacionais de ofertas públicas inadequadas, minimizar o risco de fraudes e garantir que os investidores tenham o melhor entendimento possível acerca do valor mobiliário e do emissor objetos da oferta pública. A proposta de explicitar esse entendimento na Minuta foi considerada desnecessária.

10.Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, incorporando as sugestões acatadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 13 de julho de 2017.

(Original assinado por)
ANTONIO CARLOS BERWANGER
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado