

BAPTISTA LUZ ADVOGADOS

R. Ramos Batista. 444. Vila Olímpia

04552-020. São Paulo – SP

baptistaluz.com.br

À Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Endereço eletrônico: audpublicaSDM0220@cvm.gov.br

Ref.: **Edital de Audiência de Consulta Pública SDM nº 02/2020**

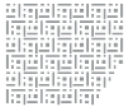
Prezadas Senhoras e Senhores,

Conforme Edital de Audiência Pública SDM Nº 02/2020 (“Audiência Pública” e “Edital”, conforme o caso), aproveitamos a oportunidade para anexar nossos comentários e sugestões à minuta de Instrução proposta (“Minuta”), que altera a Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo.

Nossos comentários e sugestões são apresentados de forma segmentada para cada dispositivo da Minuta, com um quadro comparativo entre: (i) o texto da Minuta (à esquerda) com eventuais exclusões; e (ii) o texto com nossas propostas de alteração e/ou inclusão (à direita), tendo abaixo as justificativas. Marcamos em vermelho as partes que sugerimos retirar do texto da Minuta e em verde as sugestões de inclusão e/ou alteração.

Diante do contexto em que esta Minuta é apresentada achamos importante levantarmos alguns pontos essenciais nesta introdução, antes mesmo de apresentarmos nossas propostas de modificação. São pressupostos que devem nortear o processo de elaboração normativa, levando em conta as particularidades do mercado que pretende regular.

Em primeiro lugar, gostaríamos de cumprimentar a iniciativa do órgão em, percebendo o crescimento significativo nos últimos anos pela demanda de investimentos de Crowdfunding, propor uma revisão da norma reguladora



desta matéria para que comportasse de maneira ainda melhor a nova realidade desta modalidade de investimento.

Diante deste aumento da demanda por plataformas de Crowdfunding, acreditamos que a preocupação com a proteção do investidor deve ser um dos principais pontos de atenção na nova norma proposta para regulação deste ambiente, conforme apontado por esta autarquia. Simultaneamente, concordamos também que devem estar presentes mecanismos de incentivo para o ingresso de novas plataformas eletrônicas de investimento participativo, de modo a fomentar uma diversidade de plataformas disponíveis aos investidores e um mercado com maior capacidade de captação de recursos e investimentos.

Ainda, entendemos que não só o investidor deve ser protegido nesta relação jurídica, como também a sociedade empresária que dispõe seus negócios em plataformas de Crowdfunding e receberá o investimento. Este agente da operação também incorre em riscos como (i) possível perda de sua propriedade intelectual, (ii) gastos maiores do que o esperado com a plataforma de Crowdfunding; (iii) riscos tributários; e (iv) a falta de um mercado secundário eficiente para o financiamento de capital obtido através de Equity Crowdfunding, por exemplo¹. Logo, entendemos que as sociedades empresárias também devem gozar de algum nível de proteção jurídica na norma proposta, assim como o investidor. Nossas sugestões seguem, portanto, esta orientação.

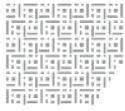
Cumprimentamos todos os envolvidos pela iniciativa de desenvolver ainda mais o Crowdfunding no Brasil, cada vez mais ajustado às necessidades dos investidores e empreendimentos receptores de investimento, e que cumpre o objeto de fomentar o crescimento desta prática no mercado brasileiro.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

Baptista Luz Advogados

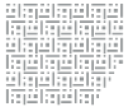
¹ HORVÁTHOVÁ, Alexandra. **Crowdfunding: Business and Regulatory Perspective**. Dec 2018. In *The Oxford Handbook of IPOs*. Página 19 (item 28.4.2.: Risk for Entrepreneurs).



ANEXO I

Comentários e Sugestões à Minuta de Resolução

1. Art. 3º, inciso III – Alteração da redação. Assunto: Alteração do prazo do período de desistência garantido ao investidor	
Texto da Minuta	Texto Proposto
Art. 3º III – deve ser garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo , 5 (cinco) dias contados a partir da confirmação do investimento, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades quando solicitada antes do encerramento deste período;	Art. 3º III – deve ser garantido ao investidor um período de desistência de até 5 (cinco) dias contados a partir da confirmação do investimento, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades quando solicitada antes do encerramento deste período;
Justificativa: Em primeiro lugar, gostaríamos de elogiar a CVM pelo esforço notável de garantir a proteção ao investidor em procedimentos como o Crowdfunding, pois acreditamos que esta garantia é fundamental para o bom funcionamento desta modalidade de captação pública de recursos. Esta preocupação se faz evidente, por exemplo, conforme a proposta de alteração feita pelo órgão no artigo 8º, §3º, incisos II, III e IV do Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2020. Nele, o investidor é protegido especialmente diante da transparência que se busca conceder a modalidade de Crowdfunding, ao se propor a obrigatoriedade de a plataforma destacar e informar aos investidores que já tiverem aderido à Oferta quando houver alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando do início da Oferta Pública de Distribuição. Nesta hipótese, a norma prevê ainda que estes investidores poderiam revogar reservas no prazo de cinco dias, contados a partir do recebimento de tal comunicação, e a plataforma seria obrigada a tomar medidas para se certificar de que no momento do recebimento das aceitações da oferta modificada, o investidor está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições. Concordamos totalmente com esta preocupação. Entretanto, justamente por já haver esta previsão de transparência entre o empreendimento-alvo da campanha de Crowdfunding e seus investidores, entendemos que o prazo do período de desistência garantido ao investidor previsto no artigo 3º, inciso III da norma proposta deveria ser limitado ao período de até cinco	



dias, contados a partir da confirmação do investimento e isenta de multas ou penalidades quando solicitada antes do encerramento deste período.

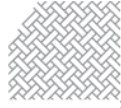
Ao nosso ver, haveria aqui uma diferença entre o período de reserva (exemplificado no artigo 8º, §3º, incisos II, III e IV da norma proposta) e o período de confirmação do investimento (a que se refere o ora analisado artigo 3º, inciso III).

Além disso, há de se pensar também que nesta relação, embora o investidor deva ser alvo de maior proteção, a sociedade empresária que receberá o investimento através do Crowdfunding também deve ser protegida. Nesse sentido, Alexandra Horváthová, em seu artigo "Crowdfunding: Business and Regulatory Perspective", que compõe a obra *The Oxford Handbooks of IPOs*, pontua que existem também riscos a serem mitigados em prol do empreendedor durante a atividade de Crowdfunding, que podem ser potencializados com a instabilidade ou com a grande possibilidade de desistência do investidor, como o risco de aumento dos custos suportados pela sociedade empresária caso muitos investidores que já haviam sinalizado estar à borda de seu empreendimento desistam de fazê-lo².

² HORVÁTHOVÁ, Alexandra. **Crowdfunding: Business and Regulatory Perspective**. Dec 2018. In *The Oxford Handbook of IPOs*. Página 19 (item 28.4.2.: Risk for Entrepreneurs).



2. Art. 7º, §2º - Alteração da redação. Assunto: Alteração da contagem do prazo previsto para dias úteis.	
Texto da Minuta	Texto Proposto
<p>“Art. 7º</p> <p>.....</p> <p>§ 2º A plataforma deve tomar as providências para garantir a restituição integral dos valores investidos no prazo máximo de 5 (cinco) dias para:</p> <p>.....”</p> <p>(NR)</p>	<p>“Art. 7º</p> <p>.....</p> <p>§ 2º A plataforma deve tomar as providências para garantir a restituição integral dos valores investidos no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis para:</p> <p>.....”</p> <p>(NR)</p>
<p>Justificativa:</p> <p>Acreditamos que o prazo de cinco dias proposto no artigo 7º, §2º do Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2020, qual seja, para que a plataforma de Crowdfunding tome as devidas providências para garantir a restituição integral dos valores investidos, é insuficiente caso tal prazo seja contado em dias corridos.</p> <p>Por outro lado, entendemos também a importância de que estas providências sejam tomadas o mais breve possível, e por isso sugerimos o prazo de cinco dias úteis, visando a operacionalidade da estrutura interna das plataformas para devida restituição dos valores devidos.</p> <p>Vale ressaltar que a presente sugestão considera também que esta operacionalização da estrutura interna das plataformas de Crowdfunding obedece, ainda, o horário de funcionamento das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, considerando os dias úteis para fins de operações praticadas no mercado financeiro, conforme disposições da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.932, de 2002.</p> <p>Reconhecemos que o mercado financeiro brasileiro está avançando cada vez mais, diante do novo contexto de Open Banking e Pagamentos Instantâneos (PIX) a serem em breve implementados no país. Contudo, para fins da presente regulação, é importante ainda considerarmos o prazo ora imposto às plataformas como contados em, no máximo, cinco dias úteis, pelas razões expostas.</p>	



Art. 11 – Inclusão de um novo parágrafo.

3.

Assunto: Inclusão de novo parágrafo, referente a criação de um site explicativo sobre o funcionamento de Crowdfunding.

Texto da Minuta

Texto Proposto

“Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente por meio de página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores.

“Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente por meio de página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores.

(...)

(...)

§4º A Comissão de Valores Mobiliários disponibilizará as informações sobre a implementação e funcionamento do modelo de Crowdfunding adotado no seu endereço eletrônico oficial (“site”), auxiliando na divulgação e compreensão deste modelo inovador pelo mercado e seus investidores.

Justificativa:

A criação de um sítio eletrônico (“site”) explicativo sobre o que é o procedimento de Crowdfunding é importante para assegurar a transparência do processo e difundir o conhecimento acerca deste procedimento entre a população. Neste sentido, vale lembrar que a Lei de Acesso à Informação (Lei nº 12.526/2011) determina, em seu artigo 6º, inciso I, que cabe aos órgãos e entidades do Poder Público assegurar “uma gestão transparente da informação, propiciando amplo acesso a ela e sua divulgação”.

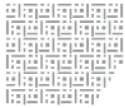
Em relação ao conteúdo do site, seria interessante a inclusão de itens explicativos como o que é o procedimento de Crowdfunding, como ele funciona no Brasil e quais os critérios para participação. Isso seria benéfico inclusive para transmitir maior segurança aos investidores e assegurará maior transparência ao processo como um todo, em linha com a obrigação disposta no artigo 8º, inciso III da norma proposta no presente Edital de Audiência Pública.

Por fim, vale ressaltar que a criação de sites como este já foi feita em diversos países. A exemplo, o Reino Unido desenvolveu um site para explicar melhor seu contexto regulatório de Open Banking. Nesta plataforma, o governo britânico aborda questões como (i) o que é Open Banking; (ii) Perguntas Frequentes (FAQs); (iii) Implicações tanto para clientes quanto para provedores do serviço; (iv) Área específica para programadores/desenvolvedores; (v) Standards que devem ser adotados pelos provedores de serviço de Open Banking, entre outros. Ele pode ser acessado [aqui](#).



Outro exemplo do Reino Unido que ilustra de forma ainda melhor a nossa sugestão decorre do fato de que já que foi desenvolvido nesta região um site específico sobre o que é e como funciona o Crowdfunding, sendo esta plataforma aberta à população, e que pode ser acessada [aqui](#).

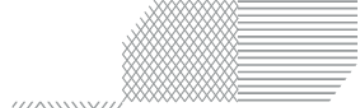
Assim, ao implementar um site informativo sobre Crowdfunding no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários estaria seguindo uma tendência mundial de maior transparência que tem demonstrado sucesso. Acreditamos que com o maior número de informação disponibilizada para a população, melhores são as chances deste modelo ser bem recebido pelo mercado – tanto por investidores, quanto por participantes, em respeito também às normas de transparência entre investidores e empreendimentos investidos, previstas na norma proposta.



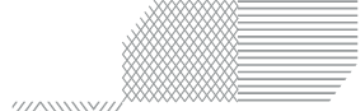
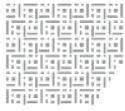
4. Art. 11 – Alteração de redação o art. 11, §1º, inciso III Assunto: Alteração da redação do <i>disclaimer</i> destacado no direcionamento eletrônico para as informações essenciais da oferta	
Texto da Minuta	Texto Proposto
<p>“Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente por meio de página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores.</p> <p>(...)</p> <p>§ 1º É permitida a divulgação da oferta pública com dispensa de registro realizada nos termos desta Instrução, inclusive com a utilização de material publicitário, desde que:</p> <p>(...)</p> <p>III – seja destacado o direcionamento eletrônico para as informações essenciais da oferta, na página da plataforma na rede mundial de computadores, em observância ao art. 8º, com os seguintes dizeres: “Não invista antes de entender as informações essenciais da oferta”.</p>	<p>“Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente por meio de página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores.</p> <p>(...)</p> <p>§ 1º É permitida a divulgação da oferta pública com dispensa de registro realizada nos termos desta Instrução, inclusive com a utilização de material publicitário, desde que:</p> <p>(...)</p> <p>III– seja destacado o direcionamento eletrônico para as informações essenciais da oferta, na página da plataforma na rede mundial de computadores, em observância ao art. 8º, com os seguintes dizeres: “Entenda melhor as informações essenciais da oferta antes de investir”.</p>
Justificativa: Acreditamos que, para fins de proteção e implementação da transparência entre investidores e empreendimentos de sociedades empresárias ofertados no Crowdfunding (em linha com as disposições do artigo 8º da norma proposta no Edital), a proposta de destaque no momento de direcionamento eletrônico para as informações essenciais da oferta, na página da plataforma na rede mundial de computadores, é uma etapa crucial e necessária para melhoria deste sistema. Contudo, acreditamos que a redação concedida a este <i>disclaimer</i> no Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2020 passa uma visão de risco e negativa ao mercado. Para evitar o desincentivo aos investidores que tem interesse em ingressar em plataformas de Crowdfunding, sugerimos	



uma nova redação deste *disclaimer*, que passa a mesma mensagem e conteúdo da norma proposta, com outras palavras.



5. Art. 13, §1º, inciso I – Alteração de redação. Assunto: Substituição do valor de capital integralizado disposto.	
Texto da Minuta	Texto Proposto
"Art. 13. § 1º..... I – dispor de capital social integralizado mínimo de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais);	"Art. 13. § 1º..... I – dispor de capital social integralizado mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais);
Justificativa: <p>Acreditamos que o espírito da norma proposta no Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2020 é de fomentar o mercado de Crowdfunding, como forma de continuar o crescimento do setor, com cada vez mais plataformas registradas na Comissão de Valores Mobiliários (sendo resguardados, é claro, as devidas proteções aos investidores e procedimentos a serem observados). Isto se torna evidente diante da expansão das possibilidades da divulgação da oferta e através da expansão de limites como (i) o de valor máximo de captação da oferta por exercício; (ii) relacionados à receita bruta máxima do emissor; e (iii) ao investimento individual máximo por investidor considerado não qualificado nos termos da regulação específica da CVM, por exemplo, propostas na Minuta do presente Edital de Audiência Pública.</p> <p>Nesta tentativa de expansão de limites, nota-se que praticamente todos os valores propostos na norma foram dobrados, quando comparados com os valores da atual regulação de Crowdfunding em vigência no Brasil, o que é um sinal benéfico ao mercado.</p> <p>Contudo, o aumento de valor proposto no art. 13, §1º, inciso I da Minuta, diferente dos demais limites expandidos, tem um teor de exclusão. Isto porque o artigo 13 da norma dispõe sobre os requisitos para o registro de plataformas de Crowdfunding, e, de acordo com a Instrução CVM nº 588/2017, as plataformas devem dispor de capital social integralizado mínimo de cem mil reais. Dobrar este valor, conforme proposto na Minuta, significa criar uma possível barreira de entrada a novos <i>players</i> neste mercado e, ao nosso ver, é contraproducente com os objetivos de fomento à participação cada vez maior de novas plataformas de Crowdfunding no Brasil.</p> <p>Pelas razões expostas, sugerimos a manutenção do valor cunhado no artigo 13, §1º, inciso I da Instrução CVM nº 588/2017, qual seja, de cem mil reais de capital social integralizado mínimo como requisito para registro de plataformas de Crowdfunding.</p>	



Art. 14, parágrafo único – Alteração de redação. Assunto: inclusão de previsão de que, na ausência de manifestação da SMI, e superado o prazo de dez dias para tal, entender-se-á como completa a documentação para fins de autorização para prestação de serviços de plataforma eletrônica de Crowdfunding.	
6.	
Texto da Minuta	Texto Proposto
<p>“Art. 14.</p> <p>Parágrafo único. A SMI tem até 10 (dez) dias para indicar ao participante a ausência de algum documento previsto no Anexo. 14.” (NR)</p>	<p>“Art. 14.</p> <p>Parágrafo único. A SMI tem até 10 (dez) dias para indicar ao participante a ausência de algum documento previsto no Anexo. 14, e, no caso de ausência de manifestação da SMI no prazo aqui mencionado, entender-se-á como completa a documentação.” (NR)</p>
<p>Justificativa:</p> <p>Acreditamos que a norma proposta no artigo 14 da Minuta ora analisada já constitui um avanço, na medida em que a Instrução CVM 588/2017 previa apenas que a SMI poderia solicitar documentos e informações complementares à requerente, o que conferia insegurança jurídica às plataformas que gostariam de obter a autorização para operar enquanto plataformas eletrônicas de investimento participativo, na medida em que não havia qualquer menção ao prazo de término para cumprimento de tal solicitação.</p> <p>Assim, sugerimos a alteração da redação da norma proposta para que fosse concedida uma ainda maior segurança jurídica durante este processo de pedido de autorização para prestação de serviços de plataforma eletrônica de Crowdfunding. Explicamos:</p> <p>A norma proposta na Minuta institui o prazo de até dez dias para a SMI indicar ao participante a ausência de algum documento previsto no Anexo 14, e elimina também a possibilidade de solicitação de documentos e informações complementares à requerente, com o intuito de beneficiar o participante.</p> <p>Apesar de reconhecermos esta mudança como um grande avanço, entendemos que se faz necessário explicitar na norma que, decorrido este prazo, a SMI não poderá acusar o participante de ausência de documentos, e, no caso de ausência de manifestação da SMI, essa deve ser lida como uma indicação de que a participante completou com sucesso sua documentação no processo de obter autorização para operar enquanto plataforma eletrônica de Crowdfunding. Desse modo, indicamos que seria benéfico para o mercado essa previsão de maneira explícita, assim como ocorreu com a redação do art. 18, §9º da minuta de instrução presente no edital de audiência pública aqui discutido.</p>	



A nossa sugestão fundamenta-se sobretudo no princípio da eficiência da Administração Pública, previsto no artigo 37, *caput*, da Constituição brasileira. A eficiência administrativa deve prezar por quatro atributos, (i) a racionalização, (ii) a produtividade, (iii) economicidade, e (iv) celeridade. Por essa razão, acreditamos que considerar a possibilidade de aprovação tácita por decurso de prazos sobre a necessidade de outros documentos para obtenção do pedido de autorização da participante, seria prezar principalmente pela economicidade e celeridade deste procedimento, e uma forma de tornar a atividade da CVM ainda mais eficiente.