

São Paulo, 24 de julho de 2020

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar

Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901

Via e-mail

At.: Sr. Marcelo Barbosa
Sr. Antonio Carlos Berwanger

Ref.: **Edital de Audiência Pública SDM N° 02/2020, de 26 de março de 2020**

Prezados Srs.,

BASEMENT SOLUÇÕES DE CAPTAÇÃO E REGISTRO LTDA. (“Basement”), sociedade limitada com sede à Rua Dr. Virgílio de Carvalho Pinto, nº 433, Pinheiros, CEP 05415-030, inscrita no CNPJ sob o nº 17.131.750/0001-03, neste ato representada nos termos de seu Contrato Social, vem, por meio desta manifestação, em referência ao Edital de Audiência Pública S1DM N° 02/2020, de 26 de março de 2020 (“Edital”), submeter a esta d. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários à minuta de Instrução propondo alterações à Instrução CVM nº 588 (“ICVM 588”) e à Instrução CVM nº 543 (“ICVM 543” e “Minuta”, respectivamente).

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	2
SOBRE A ESCRITURAÇÃO	3
Preocupações quanto à dispensa de o escriturador ser instituição financeira	4
Propostas do Basement caso a CVM proceda como sugerido na Minuta, dispensando a obrigatoriedade do escriturador ser uma instituição financeira	6
Conclusão	10
SOBRE A INTERMEDIÇÃO DE NEGOCIAÇÕES SECUNDÁRIAS	11
SOBRE O TRÂNSITO DOS RECURSOS CAPTADOS POR MEIO DAS CONTAS DA PLATAFORMA	18

SOBRE A EXPANSÃO DOS LIMITES	23
SOBRE A DIVULGAÇÃO DA OFERTA	28
SOBRE INFORMAÇÕES PERIÓDICAS E EVENTUAIS	30
COMENTÁRIOS E SUGESTÕES AOS DEMAIS PONTOS DA MINUTA	34
Destinação dos recursos da oferta e definição da estrutura societária da sociedade emissora	34
Possibilidade de oferta secundária	36
Novo requisito de capital social mínimo das plataformas	37
Alterações nos deveres das plataformas	37
Alterações nos deveres das emissoras	39
Alterações no Anexo 8	42
NOVAS PROPOSTAS À ICVM 588	45
Remuneração do Investidor Líder	45
Possibilidade de consulta sobre a viabilidade da oferta (testing-the-waters)	47
“Autoinvestimento”	50
Codistribuição entre plataformas	52

I. INTRODUÇÃO

1. Tendo em vista o desenvolvimento e o relativo sucesso do *crowdfunding* de investimento no Brasil desde a introdução da ICVM 588 em 2017, a CVM se propõe, por meio do Edital, a aumentar os limites que restringem essa modalidade de oferta pública e, como contrapartida, introduzir ajustes regulatórios que estabelecem novos parâmetros relativos à proteção ao investidor e à estrutura deste tipo de oferta.

2. O aprimoramento da ICVM 588 proposto no Edital é muito bem-vindo porquanto permite que mais empresas acessem esta modalidade de oferta pública – o nicho do mercado de capitais que se abre para pequenas e médias empresas que, em razão dos altos custos envolvidos, não poderiam ter acesso ao financiamento de suas atividades pela poupança popular por meio do mercado tradicional. Por outro lado, as mudanças propostas também permitem uma expansão do alcance das ofertas, que ganham o potencial de atrair mais investidores, aumentando a difusão desta modalidade de investimento e, com ela, a democratização do mercado de capitais.

3. A reforma proposta pela Minuta é relativamente ampla, atingindo diversos aspectos da Instrução, o que demanda do mercado a quem o Edital consulta debruçar-se sobre praticamente toda a estrutura e os procedimentos relativos às ofertas distribuídas segundo

os termos da ICVM 588. Assim, a presente manifestação busca propor a esta d. CVM sugestões e comentários à Minuta que são fruto de minuciosos estudos e análises de mercado, com o objetivo de refletir na norma reformada a experiência do Basement enquanto plataforma pioneira e suas perspectivas para esse segmento, baseadas no que enxergamos como melhores práticas nos mercados nacionais e internacionais.

4. Nesse sentido, as primeiras sugestões e comentários que encaminhamos dizem respeito à escrituração dos valores mobiliários objeto de oferta pública nos termos da ICVM 588, à possibilidade de intermediação de negociações secundárias desses ativos e ao trânsito dos recursos da oferta por contas de titularidade da plataforma ou de pessoas a ela ligadas - estes nos parecem os pontos mais sensíveis da Minuta. Em seguida, propomos alterações adicionais nos limites das ofertas, tanto o de captação quanto, especialmente, o de faturamento. Na sexta seção tecemos comentários relativos aos novos parâmetros de divulgação da oferta. Na seção seguinte, tratamos das informações periódicas e eventuais e, na oitava seção, fazemos comentários e sugestões aos demais pontos da Minuta que chamaram nossa atenção. A nona seção, por fim, apresenta novas propostas de inovação no texto da ICVM 588, que não foram contempladas pelo Edital, sobre a: (A) remuneração do investidor líder; (B) possibilidade de consulta sobre viabilidade da oferta; (C) possibilidade de estruturação dos veículos de investimento para alocação em diversas ofertas; (D) “autoinvestimento”; e (E) codistribuição entre plataformas.

II. SOBRE A ESCRITURAÇÃO

A importância da escrituração e da diligência societária para a ICVM 588

5. A introdução de um *gatekeeper* responsável por escriturar os valores mobiliários distribuídos via *crowdfunding*, conforme propõe a presente audiência pública, é um passo importante para a expansão deste nicho do mercado de capitais, não só para fins do desenvolvimento de um mercado secundário, mas também para viabilizar operações maiores e mais complexas, revestindo as ofertas de revigorada e sólida segurança jurídica.

6. O Basement, com sua experiência pioneira neste mercado, já identificou que a maioria das sociedades empresárias de pequeno porte tem dificuldades em manter os registros de seus valores mobiliários organizados e atualizados, bem como de coordenar os diversos contratos negociados e ativos emitidos junto a investidores, sócios e colaboradores. Em resposta a essas dificuldades, entendemos que a imposição de diligência societária, conforme introduzida pela Minuta, garante um maior nível de organização por parte do empreendedor, enquanto a obrigatoriedade de contratação de um serviço de escrituração oferece proteção adicional ao investidor, que terá menos chances de ser vitimado em razão dessa falta de organização e estrutura dos emissores, já que o escriturador garantirá que os ativos emitidos pela empresa estejam seguros e corretamente rastreados, mantendo-os atualizados e corretos.

7. Assim, aplaudimos e entendemos como muito salutar a proposta feita pela CVM de obrigar as emissoras a contratar um serviço de escrituração, e, mais adiante, propomos ainda alterações adicionais na ICVM 543 e na ICVM 588 que, no nosso entendimento, terão o condão de melhorar a conformação dessa nova figura ao mercado de *crowdfunding*, dadas as especificidades desse setor. Contudo, antes de passar a essas sugestões, cumpre realizar um importante comentário sobre a dispensa do requisito de escrituradores serem instituições financeiras, porquanto se trata de uma questão central à proposta de escrituração trazida pela CVM nesta audiência pública.

A. Preocupações quanto à dispensa de o escriturador ser instituição financeira

8. A previsão de que o escriturador deva ser instituição financeira não foi introduzida em nosso ordenamento pela Instrução CVM nº 543, mas advém de disposição legal constante da Lei das Sociedades por Ações, a Lei 6.404/76 (“LSA”). Esse diploma dispõe, em mais de um artigo, que a prestação do serviço de escrituração cabe a instituições financeiras, e.g. o art. 27, que trata diretamente da contratação, pela companhia, do serviço de escrituração com instituição financeira autorizada pela CVM. Já o art. 34, § 2º, é ainda mais abrangente, afirmando que “somente as instituições financeiras autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários podem manter serviços de escrituração de ações e de outros valores mobiliários”. Este dispositivo foi alterado pela Lei nº 12.810/13 - que traz outras disposições sobre registro e custódia de ativos financeiros e valores mobiliários em geral - para estender a previsão de escrituração a valores mobiliários em geral, e não apenas às ações, como fazia a redação original da LSA. Considerado esse contexto, e também em razão da própria redação desse dispositivo, tem-se que o serviço de escrituração de qualquer valor mobiliário, mesmo aqueles emitidos por sociedades outras que companhias abertas, em princípio só poderia ser prestado por instituição financeira.

9. Adicionalmente, cumpre destacar que o sistema de escrituração de ações foi concebido para funcionar de forma descentralizada e em regime análogo ao de outras atividades tipicamente financeiras, como operações monetárias e de cheque. É por essa razão que o supracitado art. 34 fala em “contas de depósito”. Ainda, verificamos essa importante contextualização pela exposição de motivos da LSA: “Os artigos 34 e 35 inovam a legislação em vigor ao autorizarem a criação de ações escriturais, mantidas como registros contábeis na escrituração de instituições financeiras, sem emissão de certificados, em contas de depósitos semelhantes aos depósitos bancários de moeda. O objetivo é permitir a difusão da propriedade de ações entre grande número de pessoas com a segurança das ações nominativas, a facilidade de circulação proporcionada pela transferência mediante ordem à instituição financeira e mero registro contábil, e a eliminação do custo dos certificados.” (grifos nossos). A partir dessa leitura, depreende-se que o objetivo original do legislador era, de fato, limitar o desempenho de tal atividade apenas às instituições financeiras.

O mandato legal da CVM e a competência para afastar a obrigatoriedade do escriturador ser constituído como instituição financeira

10. Assim, seguindo esse entendimento, parece-nos que o desenho legal da atividade de escrituração circunscreveria-na às instituições financeiras. Considerando que a previsão do artigo 4º da Instrução CVM nº 543 é uma repetição do quanto disposto em lei, podem restar dúvidas sobre a competência da CVM para alterá-lo no sentido de remover esse requisito, mesmo que somente para a atividade de escrituração de valores mobiliários distribuídos por sociedades empresárias de pequeno porte, nos termos da ICVM 588.

11. As competências da CVM são dispostas no art. 8º da Lei 6.385/76, entre cujos incisos está previsto que a CVM tem a competência de “regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações”. A moldura legal dentro da qual a CVM pode exercer seu poder regulador é dada tanto pela Lei nº 6.385/76 quanto pela LSA. Logo, depreende-se que não haveria margem para que a CVM, enquanto autarquia, afastasse requisitos e disposições legais, as quais só lhe caberia regulamentar.

12. Em audiência particular realizada com esta d. SDM ainda durante o prazo de manifestação desta audiência pública, tivemos a oportunidade de consultar a área técnica, ainda que de maneira informal e superficial, sobre o entendimento da CVM a respeito dessas questões de competência. Na ocasião, aventou-se que a CVM poderia dispensar a natureza de instituição financeira em se tratando de escrituração de valores mobiliários de companhias fechadas. Em uma interpretação preliminar, o Basement considera que os dispositivos legais acima referidos não distinguem entre companhias abertas e fechadas no que diz respeito à qualidade ou natureza dos escrituradores. Tampouco promovem qualquer distinção em função do tipo societário do emissor dos respectivos valores mobiliários (se sociedade anônima ou limitada, por exemplo). Em outras palavras: em se tratando de valor mobiliário, cuja correspondente definição é dada pela Lei nº 6.385/76, indiferentemente ao tipo societário do emissor-ofertante, em princípio se aplicaria o quanto disposto no já referido art. 34, § 2º, da LSA.

13. De todo modo, é importante que fique claro que, na visão do Basement, embora a exigência de que o escriturador seja uma instituição financeira decorra, à primeira vista, e como exposto acima, da lei, não é absolutamente necessária *de lege ferenda*. Já se viu - e as plataformas eletrônicas de investimento participativo estão aí para demonstrar isto - que nem a distribuição de uma oferta justifica, do ponto de vista prático, exigir que a instituição intermediária seja instituição financeira¹. Com as inúmeras soluções de pagamento e de tecnologia hoje existentes, a escrituração de valores mobiliários, incluindo o tratamento dos eventos financeiros associados àqueles valores mobiliários, como o pagamento de proventos, poderia, tranquilamente, e com a mesma segurança e integridade, ser realizada

¹ Com a diferença de que, neste caso em particular, há autorização expressa da Lei nº 6.385/1976 nesse sentido (cf. art. 19, § 4º).

por uma instituição não financeira, sem prejuízo da utilização de recurso ou contratação pontual de outras entidades, a depender de uma ou outra tarefa que se imponha. Soma-se a isso o fato de que instituições financeiras tradicionais não têm qualquer interesse negocial em fornecer soluções de escrituração coerentes com o universo de emissores de menor porte, a despeito da necessidade legítima (e reconhecida pela CVM) de que também nesse universo haja certo controle sobre a titularidade dos valores mobiliários ofertados.

Proposta alternativa do Basement, caso se reconheça a incompetência da CVM para dispensar a qualidade de instituição financeira (tal como submetida à audiência pública)

14. Caso, em decorrência desta audiência pública, a CVM entenda que o problema de legalidade e competência acima referido de fato procede e não está superado, uma solução alternativa, para enfrentar as preocupações legítimas da CVM sobre o controle da titularidade daqueles valores mobiliários, poderia consistir em reforçar ou atribuir às plataformas eletrônicas de investimento participativo algumas obrigações análogas àquelas do escriturador, conforme dispostas na ICVM 543 – de modo a atingir os objetivos de profissionalização e controle pretendidos pela CVM sem afrontar o regime legal. É importante registrar, no entanto, que essa alternativa não foi propriamente submetida à audiência pública e redundaria na criação de novas obrigações sobre as plataformas, sem que elas tenham tido a oportunidade de se manifestar especificamente sobre isso.

15. Colocando de lado tais preocupações quanto à legalidade do que foi proposto pela CVM no art. 10 da Minuta, e assumindo que a CVM afinal conclua pela possibilidade de seguir como ali disposto, aproveitamos esta oportunidade, então, para propor as alterações que entendemos necessárias na ICVM 543 e na ICVM 588, a fim de viabilizar a prestação desse serviço de escrituração por instituições não financeiras e, especialmente, por plataformas eletrônicas de investimento participativo.

B. Propostas do Basement caso a CVM proceda como sugerido na Minuta, dispensando a obrigatoriedade do escriturador ser uma instituição financeira

Dispensas e flexibilizações na ICVM 543

16. Entendemos como oportuno, primeiramente, tecer um breve comentário sobre o nível de exigências tecnológicas, organizacionais e operacionais a que as empresas interessadas estarão sujeitas quando do escrutínio da SMI sobre o pedido de autorização para prestação dos serviços de escrituração de valores mobiliários: o art. 5º da ICVM 543 prevê que o interessado na obtenção de autorização para atuar como escriturador deve dispor de processos e sistemas adequados ao exercício das atividades que pretenda exercer, e que esses processos e sistemas “devem ser compatíveis com o tamanho, as características e o volume das operações de responsabilidade do requerente, bem como com a natureza e a espécie dos valores mobiliários”.

17. Essas disposições, em princípio, permitiriam que seja menor o nível de exigência sobre os processos e sistemas dos prestadores de serviço de escrituração para ativos distribuídos nos termos da ICVM 588, adequado à reduzida expressividade financeira das ofertas e sociedades emissoras, à pequena quantidade de transações secundárias e mesmo de eventos corporativos verificados, bem como à menor complexidade associada às classes de ativos ofertadas, se comparadas ao universo de ativos objeto de escrituração no mercado de capitais tradicional. Entretanto, é imprescindível que todos os setores da CVM responsáveis por analisar os pedidos de autorização para prestação desse serviço de escrituração especializada estejam alinhados quanto ao nível de sofisticação e desenvolvimento que será cobrado dos requerentes, que deve ser de fato adequado ao caráter especial e mais simples dessa atividade de escrituração especial e, portanto, menos exigente do que aquele nível cobrado de escrituradores tradicionais. Essa medida é necessária para que se diminua a barreira de entrada nesse mercado, de modo que as plataformas eletrônicas de investimento participativo e outras empresas menores tenham a oportunidade de nele atuarem, introduzindo soluções tecnológicas inovadoras que caracterizam sua prestação de serviços, evitando-se, assim, que, uma vez aprovada a norma, as empresas interessadas não consigam obter o registro junto à CVM, deixando desassistido e inoperante o mercado.

Contratação de instituições financeiras ou de pagamento para lidar com repasses de recursos a investidores ou emissores

18. Considerando que os escrituradores de valores mobiliários emitidos via ICVM 588 não precisarão ser constituídos como instituições financeiras, entendemos que a CVM também deva autorizar que estes agentes possam dispor dos serviços de instituições financeiras ou de pagamento para realizar o tratamento de eventos financeiros, incluindo o pagamento de proventos aos investidores e o repasse de valores às emissoras, nos termos dos incisos VIII e IX do art. 21 da ICVM 543.

19. Nesse sentido, referidos escrituradores continuariam responsáveis por controlar, contabilizar e registrar os valores pagos às emissoras e aos investidores nas respectivas contas de valores mobiliários, bem como instruir a instituição financeira ou de pagamento contratada para proceder com os pagamentos devidos, contando com o seu apoio apenas para fins de operacionalização das transferências e repasses. Para tanto, propomos que um novo parágrafo seja adicionado ao referido artigo, indicando que os escrituradores contratados por sociedades empresárias de pequeno porte possam contratar instituições financeiras ou de pagamento para realizar os repasses financeiros previstos nos referidos incisos VIII e IX, conforme redação sugerida a seguir.

Art. 21

§ 2º É permitido aos escrituradores de valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição realizada com dispensa de registro por

meio de plataforma eletrônica de investimento participativo contratar instituições financeiras ou de pagamento para desempenhar as atividades previstas nos incisos VIII e IX do **caput**.

Possibilidade de cumulação dos cargos de diretor responsável pela ICVM 543 e pelos controles internos

20. A outra dispensa de requisito da ICVM 543 que vislumbramos como necessária é a obrigação presente em seu art. 28, § 2º, que impede que o diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas na ICVM 543 seja o mesmo diretor responsável pela supervisão das regras, procedimentos e controles internos da organização.

21. A contratação de dois diretores estatutários para zelar pelo cumprimento das normas dispostas na ICVM 543 é demasiadamente onerosa para empresas menores, o que é o caso da maioria (senão todas) das plataformas eletrônicas de investimento participativo. Ademais, posto o limitado tamanho e alcance do mercado de *crowdfunding* nacional e a baixa expressividade econômica dos valores mobiliários sujeitos à escrituração, bem como o pequeno volume de transações secundárias e eventos corporativos sujeitos à escrituração, entendemos não haver prejuízo de que referidas funções sejam cumuladas por um mesmo diretor.

22. Dessa forma, propomos alterar a redação do art. 28, § 2º, para que essa exigência não se aplique a escrituradores de valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, conforme redação a seguir, ou, ao menos, que não se aplique aos escrituradores desses ativos que não sejam instituições financeiras.

Art. 28

§ 2º As funções a que se referem os incisos I e II do caput não podem ser cumuladas pelo mesmo diretor estatutário e não podem ser desempenhadas em conjunto com funções que possam, de alguma forma, ser consideradas com elas conflitantes. **Esta vedação não se aplica aos escrituradores de valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo.**

Proposta de alterações na própria ICVM 588

Adição de inciso ao art. 3º - a escrituração como requisito para dispensa de registro da oferta.

23. Acreditamos que a obrigação de escrituração dos ativos objeto de oferta pública deve ser exigida direta e expressamente do emissor. Nas alterações propostas pela presente audiência pública, há apenas (i) a obrigação de que o contrato entre a plataforma e o emissor preveja a contratação de serviço de escrituração pelo segundo (art. 20, novo inciso V); e (ii) a obrigação para a plataforma de assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração (art. 19, novo inciso XV).

24. Entendemos que a ausência de oponibilidade direta ao emissor da obrigatoriedade de contratação do serviço de escrituração pode enfraquecer a medida e dificultar a sua adoção. Em razão disso, propomos que seja inserida a obrigatoriedade de escrituração dos ativos objeto de oferta no art. 3º, como um novo inciso, como requisito próprio da oferta dispensada de registro pela ICVM 588, conforme redação sugeridas a seguir. Além disso, propomos incluir esse novo dispositivo no novo inciso II do parágrafo único do art. 40, conforme redação sugerida abaixo em seção dedicada a comentar esse artigo.

Art. 3º

VI – os valores mobiliários distribuídos na oferta devem ser objeto de serviço de escrituração contratado pela sociedade empresária de pequeno porte antes da oferta e durante toda a existência do ativo.

Período de vacância para as obrigações impostas pelos novos art. 19, inciso XV, e art. 20, inciso V

25. Por fim, entendemos que deve ser garantido um período mínimo para conformação dos agentes do mercado antes que as obrigações impostas pelos art. 19, XV, e art. 20, V, da ICVM 588 passem a vigorar, já que será necessário um tempo mínimo para que as plataformas e demais entidades interessadas na prestação dos serviços de escrituração se preparem e submetam seus pedidos de autorização à CVM, bem como para que a área técnica responsável analise e aprove os pedidos.

26. Nesse sentido, sugerimos que os supramencionados incisos XV do art. 19 e V do art. 20 e o inciso VI do art. 3º, conforme redação sugerida acima, bem como o novo item h da seção 1 do Anexo 8, apenas entrem em vigor depois de 12 meses da publicação da norma.

Sobre os valores mobiliários objeto de escrituração

27. Cumpre apontar, por fim, uma preocupação acerca da natureza dos ativos objeto de escrituração. Entendemos, a princípio, que a obrigação de escrituração proposta pela Minuta se limita aos valores mobiliários objeto de oferta pública e por toda a sua duração – isto é, estaria encerrada com a sua conversão ou transformação em outros ativos. Neste

sentido, o Edital, em seu item 3.1, estabelece que “A escrituração passa a ser exigida do emissor **desde o momento da oferta pública e durante toda a existência do valor mobiliário ofertado**”. Enquanto isso, o inciso XV proposto para o art. 19 da ICVM 588 estipula como dever da plataforma “assegurar que os valores mobiliários **ofertados** sejam objeto de escrituração, conforme regulamentação específica da CVM”. Já o parágrafo único proposto para o art. 4º da ICVM 543 prevê que “A exigência de que o escriturador seja instituição financeira não se aplica aos escrituradores de **valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo**”.

28. Por outro lado, entendemos ser possível interpretação diversa, caso se adote a premissa de que os ativos resultantes da conversão ou exercício dos valores mobiliários ofertados, porquanto a eles subjacentes, compõem o próprio valor mobiliário emitido, implicando, por exemplo, que as ações resultantes da conversão também devam ser objeto do serviço de escrituração. Tal interpretação também seria importante para permitir que a isenção introduzida pelo novo parágrafo único do art. 4º da ICVM 543 se estenda aos referidos ativos resultantes da conversão ou exercício dos valores mobiliários originalmente ofertados. Caso contrário, os investidores da oferta ficariam desassistidos assim que seus valores mobiliários fossem convertidos ou exercidos, tornando potencialmente inócua a intenção original da CVM de proteger seus interesses ao aumentar a segurança associada à titularidade dos seus valores mobiliários.

29. Por fim, faz-se necessário apontar que poderá ser complexo operacionalizar e fiscalizar a implementação da escrituração apenas daqueles ativos ofertados quando tratarem-se de ações, tenham sido originalmente emitidas como tal ou decorram da conversão de instrumentos conversíveis emitidos publicamente. Isso porque é comum que as ações ofertadas publicamente pertençam à uma mesma classe de ações que tenham sido objeto de emissão privada, o que tornaria impossível a sua individualização para fins de escrituração.

30. Assim, é importante esclarecer na norma como a CVM pretende fazer frente às preocupações expostas acima.

C. Conclusão

31. À guisa de conclusão desta seção, repise-se que merece aplauso a iniciativa da SDM de obrigar a escrituração dos valores mobiliários objeto de ofertas de *crowdfunding*, dados os evidentes ganhos de segurança jurídica, profissionalização do mercado e proteção dos investidores a serem alcançados. Não obstante, a dispensa do requisito de que o escriturador de ativos emitidos nos termos da ICVM 588 seja instituição financeira, embora essencial para que o serviço de escrituração seja viável neste mercado, pode acabar esbarrando em um possível problema de natureza legal, relativo à competência da CVM para conceder essa dispensa.

32. Uma solução alternativa e coerente com essa limitação poderia consistir na introdução de deveres especiais às plataformas, que se assemelhem aos deveres mais essenciais da atividade de escrituração, impondo-lhes obrigações de controle e registro na própria ICVM 588. De todo modo, entendemos que essa não foi a proposta objetivamente levada à audiência e, por criar novas obrigações sem um debate anterior com o mercado, não poderia ser acolhida de imediato, dependendo de nova audiência pública.

33. Assim, uma vez dada como superada a eventual questão da competência, propomos que, no que se refere às alterações na ICVM 543, sejam flexibilizados os requisitos impostos pelos incisos VIII e IX do art. 21 para permitir a terceirização das atividades previstas nesses incisos, além de dispensado o requisito do art. 28, § 2º, dada a excessiva onerosidade resultante da contratação de dois diretores estatutários responsáveis pela observância das normas desta Instrução.

34. Nesse sentido, também é essencial que a SMI, e qualquer área técnica da CVM que eventualmente tome parte na análise dos pedidos de autorização para atuar como esse escriturador especial, de fato observe o art. 5º da ICVM 543 e leve em consideração a dimensão reduzida das operações de escrituração desse tipo de ativo e a estrutura peculiar das empresas que empregam tecnologias inovadoras. A CVM deve estar disposta a avaliar e aceitar essas novas estruturas e tecnologias para não barrar a entrada nesse mercado de participantes que poderiam vir a desempenhar satisfatoriamente a atividade de escrituração de ativos de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte.

35. Por fim, entendemos que a Minuta deve impor diretamente à sociedade emissora a obrigatoriedade de contratação do serviço de escrituração dos ativos ofertados, bem como prever um período mínimo de 12 meses antes que tal obrigatoriedade de contratação da escrituração se torne vigente.

III. SOBRE A INTERMEDIÇÃO DE NEGOCIAÇÕES SECUNDÁRIAS

36. Cumpre esclarecer, preliminarmente, que a permissão de atuação da plataforma na intermediação de negociações secundárias aumentaria a liquidez do mercado e de seus investidores e estimularia a entrada de novos participantes, que muitas vezes deixam de investir pela iliquidez dos ativos ofertados. Além disso, essa regulamentação também pode servir para minimizar as chances de abusos, eventuais fraudes e manipulações de preço que podem ocorrer em transações privadas, bem como reduzir custos de transação para os investidores que hoje já negociam seus ativos privadamente. Tal regulamentação pode, ainda, estimular a manutenção de um bom relacionamento entre as sociedades emissoras e seus investidores, elevando os níveis de transparência e governança, considerando os seus reflexos na precificação dos valores mobiliários e na percepção pública da empresa.

37. Como aponta o Edital, a Minuta sugere uma abordagem mais conservadora, permitindo que a plataforma atue apenas na intermediação de negócios secundários entre

os investidores que tenham participado de uma ou mais ofertas do mesmo emissor realizadas no ambiente da plataforma.

38. Entendemos que a proposta, ainda que represente um grande avanço para o mercado, mostra-se excessivamente restritiva. É importante dizer que compartilhamos da preocupação desta d. CVM em garantir a ausência de assimetrias informacionais entre investidores e em não expandir em demasiado um mercado ainda nascente. Entretanto, acreditamos ser possível a ampliação do escopo das negociações secundárias, desenvolvendo o mercado de *crowdfunding* e tornando-o mais atrativo e maduro para os investidores, ao mesmo tempo que atendendo às legítimas preocupações desta Autarquia, conforme explicitado a seguir.

Sobre os participantes das negociações secundárias intermediadas pela plataforma

39. O §4º, do art. 28, da ICVM 588, introduzido pela Minuta, limita o escopo das negociações secundárias aos investidores que participaram de ofertas públicas de valores mobiliários do mesmo emissor. Com o objetivo de proporcionar maior liquidez aos investidores, bem como de garantir a sua proteção de potenciais abusos resultantes de transações privadas, propomos que a plataforma possa atuar na intermediação de negociações secundárias entre investidores ativos e cadastrados na plataforma, ou seja, que já tenham sido aprovados pelos controles internos da plataforma e já tenham investido em ofertas de *crowdfunding* e que, portanto, conheçam os riscos e limitações associados a essa modalidade de investimento.

40. Adicionalmente, também acreditamos que deva ser permitida a participação nas negociações secundárias, como compradores dos ativos ofertados, de investidores qualificados e profissionais, conforme definidos na Instrução CVM nº 539/13, independentemente de terem ou não participado de ofertas de *crowdfunding* da emissora, considerando que são investidores com maior grau de sofisticação, que detêm conhecimentos adequados sobre investimentos financeiros e são capazes de avaliar os riscos e o mérito dos ativos transacionados.

41. Por fim, propomos que também seja permitida a participação, como adquirentes dos ativos ofertados, independentemente de terem ou não participado de ofertas de *crowdfunding* da emissora, aquelas pessoas com prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual com a sociedade empresária de pequeno porte, como fundadores, sócios/acionistas, administradores e colaboradores. Isso porque pressupõe-se que essas pessoas já tenham à sua disposição informações necessárias a uma tomada de decisão consciente de investimento, mitigando o risco de assimetrias informacionais. Por outro lado, entendemos que a participação da plataforma e a publicização dos preços praticados têm o objetivo de mitigar potencial risco de abuso de informações privilegiadas por tais pessoas, pois esse tipo de transação privada já existe hoje à margem da regulação e sem conhecimento dos demais investidores da oferta – afinal, sempre que um investidor

deseja vender sua participação, os primeiros a quem oferece são a própria emissora e seus fundadores. Além disso, diante da possível preocupação acerca do conhecimento, por essas pessoas, de informações mais privilegiadas que aquelas disponibilizadas aos investidores do *crowdfunding*, entendemos que, para mitigar esse risco, poder-se-ia obrigar a plataforma a divulgar, junto às informações sobre preço e quantidade, o nome e a natureza da relação com a emissora dos alienantes ou adquirentes que detenham mais de 5% (cinco) do capital social da sociedade empresária de pequeno porte.

42. Ainda, para reforçar o objetivo de mitigar e evitar assimetrias de informações, entendemos que a plataforma deveria ser obrigada a divulgar aos compradores todas as informações disponibilizadas pela sociedade empresária de pequeno porte no âmbito da oferta pública, bem como as informações disponibilizadas aos investidores após seu encerramento. Como bem apontou o Edital, as sociedades empresárias de pequeno porte não são registradas na CVM e, portanto, não se submetem a um regime de prestação de informações periódicas e eventuais. Neste sentido, entendemos que a plataforma tem melhores condições que os investidores para prestar tais informações de forma completa e verdadeira, uma vez que já é obrigada pela ICVM 588 a fiscalizar a prestação de informações periódicas pela emissora a seus investidores, tem fácil acesso a elas e pode atuar como terceiro neutro de confiança na negociação secundária do ativo. Outrossim, entendemos que a consolidação das informações periódicas e eventuais pela plataforma será aprimorada caso as sugestões realizadas na sétima seção desta manifestação sejam acatadas.

43. Finalmente, caso esta d. CVM não esteja de acordo com as sugestões propostas acima, entendemos que, para mitigar eventuais preocupações, poderia ser conveniente que a CVM limite por um período de 6 (seis) meses após a conclusão da oferta as negociações secundárias apenas entre os investidores que participaram da oferta pública de valores mobiliários, assim como faz a Plataforma de *Crowdfunding* SEEDRS², que opera no Reino Unido, de modo que, findo o referido período, os demais grupos de investidores mencionados acima possam então participar das negociações. Entendemos que a adoção de tal medida poderia resultar em três principais benefícios, quais sejam: (i) afastar-se-ia a impressão de que os investidores possam negociar seus valores mobiliários sem limitações, mitigando assim eventuais concepções equivocadas de suposta liquidez inexistente desses ativos; (ii) garantir-se-ia tempo razoável para que os investidores que não participaram da oferta pública se atualizem acerca das informações disponibilizadas pela empresa no âmbito da oferta e após o seu encerramento; e (iii) consolidar-se-ia um histórico mais estável dos preços de negociação de tal valor mobiliário, garantindo maior transparência sobre o real valor daquele ativo.

44. Além das medidas acima, a fim de dar maior publicidade aos valores mobiliários negociados, entendemos que a ICVM 588 deveria obrigar a plataforma a indicar, no Anexo

² Acessível em: <https://www.seedrs.com/learn/blog>, <https://www.seedrs.com/pages/terms-of-service> e <https://www.seedrs.com/pages/secondary-market-terms>

8, se a emissora pretende colocar os valores mobiliários ofertados para negociação secundária, sem prejuízo de a emissora decidir por aderir à intermediação secundária em momento posterior à oferta.

Sobre a intermediação das negociações secundárias

45. O mesmo § 4º, do art. 28, da ICVM 588, introduzido pela Minuta, limita a intermediação pela plataforma apenas sobre negociações de ativos de empresas que realizaram ofertas em seu ambiente. Entendemos que a atual restrição imposta pela Minuta pode levar a situações indesejáveis e que vão contra o interesse dos investidores e das emissoras, quais sejam: (i) plataformas podem vir a falir ou encerrar suas atividades, deixando desassistidas suas emissoras e seus investidores; (ii) algumas plataformas podem não ter interesse em atuar na intermediação secundária, seja por motivos comerciais, estratégicos, operacionais ou tecnológicos, o que impediria as emissoras e seus investidores de acessar esse valioso serviço; e (iii) não é incomum (e deve-se tornar cada vez mais comum, com o crescimento do mercado) que empresas realizem ofertas públicas em mais de uma plataforma – a restrição proposta poderia levar ao contrassenso de a emissora ter ativos “listados” em múltiplas plataformas, forçando seus investidores e administradores a lidar com múltiplos agentes e diferentes regras para acessar a negociação, o que implicaria ineficiência e complexidade ao sistema.

46. Neste sentido, sugerimos que a emissora tenha liberdade para escolher a plataforma que realizará a intermediação de negociações secundárias de seus ativos, independentemente de sua atuação prévia em ofertas de tais valores mobiliários. Não obstante, entendemos que o maior risco desse modelo adviria da insuficiência de informações sob controle da plataforma escolhida, caso não tenha sido esta a responsável pela distribuição da oferta em primeiro lugar. Para contornar este problema, sugerimos que a ICVM 588 preveja que a plataforma distribuidora seja obrigada a transmitir, de forma organizada, legível e tempestiva (“portabilidade”), todas as informações de seu conhecimento sobre a emissora, a oferta, os investidores e os valores mobiliários emitidos para a plataforma intermediária, a pedido da emissora.

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

Sobre a divulgação do histórico de negociações realizadas

48. O §5º, inciso V, do art. 28 da ICVM 588, introduzido pela Minuta, estabelece que a plataforma deverá manter um histórico público das negociações realizadas, viabilizando assim que os investidores acompanhem os preços e as quantidades transacionadas.

Compartilhamos do entendimento desta d. Autarquia sobre a necessidade de publicação do histórico de negociações, contudo, para que tal dever de transparência seja desempenhado de forma completa, entendemos que a ICVM 588 deveria estabelecer uma periodicidade mínima de atualização do histórico, como no primeiro dia útil de cada mês, de modo que cada atualização deveria ser mantida pública por, no mínimo, 5 (cinco) anos.

Sugestões de alterações na redação da Minuta

49. Diante do exposto, sugerimos as seguintes alterações no art. 28 da Minuta e na Seção 3 do Anexo 8 da ICVM 588, que decorrem de alterações aos §§ 4º e 5º do art. 28, além da inclusão de novos parágrafos entre estes, de modo que o atual § 5º seria renumerado para § 7º:

“Art. 28.

X – realizar atividades de intermediação secundária de valores, ressalvados os §§ 4º a ~~e 5º~~ 7º;

.....

§ 4º A vedação prevista no inciso X do **caput** não se aplica à intermediação, pelas plataformas eletrônicas de investimento participativo, de transações de compra e venda de valores mobiliários emitidos por sociedades empresárias de pequeno porte em ofertas públicas de distribuição realizadas entre ~~titulares de valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte entre titulares de valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte cujas ofertas públicas de distribuição tenham sido realizadas no ambiente da plataforma:~~

I - investidores já cadastrados na plataforma e que já tenham investido em ofertas públicas de distribuição, nos termos desta Instrução;

II - investidores profissionais e qualificados, conforme definidos em regulação específica; e

III - pessoas com prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual com a emissora.

§ 5º Durante o período de 6 (seis) meses após o encerramento da oferta pública, a plataforma apenas poderá intermediar transações de compra e venda entre titulares de valores mobiliários emitidos

por meio de ofertas públicas de distribuição da mesma sociedade empresária de pequeno porte.

§ 6º As atividades de intermediação permitidas nos termos do § 4º poderão ser realizadas por qualquer plataforma devidamente registrada na CVM, observado que:

I - uma sociedade empresária de pequeno porte poderá ter seus valores mobiliários negociados em apenas 1 (uma) plataforma; e

II - caso a sociedade empresária de pequeno porte deseje que a intermediação secundária dos valores mobiliários de sua emissão seja realizada por plataforma diferente daquela em cujo ambiente tenha ocorrido a respectiva oferta pública, a plataforma responsável pela oferta pública será obrigada a transmitir àquela plataforma, de forma organizada e compreensível, no prazo de 10 (dez) dias após a solicitação feita pela sociedade empresária de pequeno porte, todas as informações de que tenha conhecimento sobre a emissora, a oferta pública, os investidores e os valores mobiliários emitidos, incluindo, sem limitação, todas as informações disponibilizadas aos investidores no âmbito da oferta pública de distribuição, bem como todas as informações periódicas que a sociedade empresária de pequeno porte já tenha divulgado aos investidores.

§ 57º Para executar a atividade mencionada no § 4º, a plataforma deve:

I – restringir as transações aos valores mobiliários objeto de escrituração, nos termos da regulamentação específica;

II – assegurar-se que o vendedor é titular dos valores mobiliários;

III – assegurar-se que o comprador ~~também adquiriu valor mobiliário da mesma sociedade empresária de pequeno porte em oferta pública na plataforma~~ se enquadra em uma das hipóteses do § 4º acima;

IV - assegurar-se que o vendedor e o comprador tenham acesso a todas as informações disponibilizadas pela sociedade empresária de pequeno porte no âmbito da oferta pública, bem como as que tenham sido disponibilizadas aos investidores da oferta pública após seu encerramento;

V - assegurar-se que, durante o período de 6 (seis) meses a contar do início da intermediação secundária, ocorram apenas transações de compra e venda entre titulares de valores mobiliários emitidos

por meio de ofertas públicas de distribuição da mesma sociedade empresária de pequeno porte;

~~IV~~–VI – adotar as medidas necessárias para a transferência de titularidade do valor mobiliário objeto da negociação;

VI - assegurar que a sociedade empresária de pequeno porte não tenha seus valores mobiliários negociados por meio de outra plataforma;

VII - divulgar, em caso de alienação ou aquisição de valores mobiliários por pessoas referidas no inciso III do § 4º que detenham mais de 5% (cinco por cento) de participação no capital social da sociedade empresária de pequeno porte, seu nome e a natureza de sua relação com a sociedade empresária de pequeno porte; e

VIII – publicar, no primeiro dia útil de cada mês, ~~manter~~ histórico de volume e preço das negociações realizadas para cada sociedade empresária de pequeno porte disponível para os investidores do mesmo valor mobiliário e para a CVM, o qual deverá ser mantido público por, no mínimo, 5 (cinco) anos após sua publicação.”

“Anexo 8

Seção 3. Informações sobre o valor mobiliário ofertado:

(...)

h) informações sobre a intermediação secundária do valor mobiliário, indicando o interesse ou não da sociedade empresária de pequeno porte de submeter os valores mobiliários à intermediação secundária, bem como a plataforma responsável pela intermediação.”

Sobre os valores mobiliários negociados em transações secundárias intermediadas pela plataforma

50. De acordo com a Minuta, apenas será permitida a intermediação, pelas plataformas, de negociações secundárias de valores mobiliários ofertados por meio de ofertas públicas, nos termos da ICVM 588. No entanto, conforme já exposto no parágrafo 29 acima, entendemos que poderá ser de complexa operacionalização e fiscalização a restrição à negociação apenas de ativos emitidos publicamente quando falamos em ativos de natureza escritural, como ações, que tenham sido originalmente emitidas como tal ou decorram da conversão de instrumentos conversíveis emitidos publicamente. Isso porque é extremamente difícil identificar o seu lastro e origem, diferentemente do que ocorre com títulos de dívida ou debêntures. Ainda, uma mesma pessoa pode ser detentora de ações de

uma mesma classe adquiridas em emissões diversas, realizadas privada e publicamente. Assim, é importante esclarecer na norma qual tratamento deverá ser adotado para garantir que as ações admitidas à intermediação pela plataforma tenham sido objeto de distribuição pública.

51. Por outro lado, conforme exposto nos parágrafos 27 e 28 acima, entendemos ser importante que a Minuta enderece a questão do tratamento dos ativos resultantes da conversão ou exercício dos valores mobiliários originalmente ofertados no que tange à possibilidade de sua intermediação secundária pela plataforma.

Sobre a comunicação entre plataforma e escriturador

52. A Minuta trouxe a necessidade de escrituração dos valores mobiliários emitidos publicamente. A esse respeito, diante do cenário em que a plataforma, intermediadora de negociações secundárias, e o escriturador do valor mobiliário negociado não sejam a mesma pessoa jurídica, entendemos que deverão ser previstos requisitos mínimos de comunicação entre essas duas figuras, a fim de evitar disparidades de informações sobre o valor mobiliário (e.g. sua titularidade e restrições à sua negociação), bem como garantir que as validações e interações se deem em tempo hábil e adequado, sob pena de prejuízo aos investidores envolvidos.

53. Não obstante o disposto nos arts. 1º, inciso II, 15, inciso VI, 19 e 21, inciso III, da ICVM 543/13, entendemos que poder-se-ia estabelecer, na ICVM 588, um regime obrigacional adicional semelhante ao estabelecido na Instrução CVM 541/13 no âmbito da prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários, que obriga esses agentes, em seu art. 8, § 2º, inciso VII a “*constituir e manter estrutura que permita a comunicação e a troca de informações com os sistemas de negociação [...]*”. Nesse mesmo sentido, tal Instrução prevê, ainda, em seu art. 44, inciso VI, a obrigatoriedade de a central depositária definir regras de organização e funcionamento de suas atividades, abrangendo “*procedimentos para [...] a comunicação, quando for o caso, de quaisquer ônus, gravames ou outra espécie de garantia incidentes sobre os valores mobiliário*”.

54. Assim, gostaríamos de solicitar que esta d. CVM esclarecesse se entende pela conveniência e necessidade de previsão na ICVM 588 de requisitos para a comunicação entre a plataforma e o escriturador.

IV. SOBRE O TRÂNSITO DOS RECURSOS CAPTADOS POR MEIO DAS CONTAS DA PLATAFORMA

55. O Edital prevê, no item (v) do penúltimo parágrafo da seção 4 “Aprimoramento de mecanismos operacionais da oferta”, a possibilidade dos valores captados transitarem por meio das contas da plataforma, caso estas atuem como instituições de pagamento, conforme regulamentação do Banco Central. De acordo com o Edital, a CVM optou por não propor uma sugestão de redação, indicando que tem interesse em receber comentários

sobre os aspectos positivos e negativos dessa permissão. Assim, apresentaremos a seguir nossos comentários acerca dessa previsão, bem como uma sugestão de redação para um novo parágrafo do art. 5º, e para uma nova alínea ao inciso I do art. 19 da ICVM 588.

56. Atualmente, conforme redação do art. 5º, inciso V da ICVM 588, é dever da plataforma “tomar as providências necessárias para que seja realizada a transferência do montante final investido para” a emissora, caso oferta seja bem sucedida, ou para os investidores, caso a oferta falhe em captar o valor alvo mínimo. Apesar desse dever, é vedado, pelo art. 5º, § 1º, às plataformas e a pessoas a elas ligadas, receberem em contas de sua titularidade os recursos da oferta. Assim, cumpre às plataformas optar entre: (i) solicitar que os investidores realizem o pagamento diretamente à emissora somente após a conclusão com êxito da oferta; ou (ii) contratar algum terceiro para que atue como intermediário na liquidação dos investimentos das ofertas, o que frequentemente é feito por meio de um arranjo de pagamentos.

57. O item (i) acima implica altos custos e riscos operacionais, pois, além de ser bastante desafiador para a plataforma realizar a chamada de capital e receber os recursos de todos os investidores da oferta - potencialmente centenas - em uma curta janela de 5 (cinco) dias, ou mesmo 7 (sete), conforme alteração proposta pela Minuta, há o risco considerável de que alguns investidores, especialmente aqueles que fizeram suas reservas nas primeiras semanas da oferta, não transfiram os recursos prometidos no prazo, o que, no limite, pode levar a situações em que o montante efetivamente transferido à emissora não alcance o valor alvo mínimo da captação. Nesse caso, haveria um grande risco de que, uma vez com os recursos em mãos, a sociedade emissora se recuse a devolvê-los, ou que, mesmo devolvendo-os, incorra em grandes custos operacionais e financeiros para reverter as transações.

58. Já para viabilizar o item (ii), a plataforma deve coordenar com o terceiro contratado processos de conciliação de informações pessoais sobre os investidores, as transferências de recursos realizadas e a decorrente liquidação de cada um dos investimentos, o que demanda esforço operacional e tecnológico para garantir o processamento e a conciliação corretos das subscrições dos valores mobiliários ofertados pela plataforma e de suas respectivas liquidações. Toda essa estrutura traz consigo custos de transação internos, decorrentes dos recursos humanos e tecnológicos mobilizados para realizar essas conciliações; e externos, decorrentes do relacionamento da plataforma com a instituição de pagamentos e das fricções ou ineficiências que esse relacionamento possa gerar, tendo em vista, ainda, que esses terceiros frequentemente não estão familiarizados com as características desse tipo de investimento, como os seus prazos, limites e restrições..

59. Fosse a plataforma autorizada a, ela própria, gerir o arranjo de pagamentos, os custos de transação internos seriam praticamente os mesmos, mas seriam cortados os custos externos, relativos à contratação e colaboração com um terceiro responsável por gerir os recursos transferidos. É esse o primeiro benefício que se parece obter com a

presente proposta do Edital, no sentido de permitir que os valores captados transitem por meio de contas da plataforma.

60. Esses benefícios não se resumem apenas à redução de custos ou de ônus operacionais da plataforma, estendendo-se também aos emissores e investidores graças aos ganhos de eficiência e segurança resultantes da centralização do processamento das informações de pagamento e liquidação das ofertas. Essa centralização tende a reduzir o tempo de processamento das liquidações dos investimentos e conferir mais segurança em geral a todo o processo que, centralizado na plataforma ou em sociedade a ela ligada, se torna menos sujeito a erros, fricções e ineficiências que poderiam resultar da contratação de um terceiro para a operacionalização dos recursos da oferta.

61. Não obstante, entendemos haver legítimas preocupações advindas do fato de as plataformas receberem em contas de sua titularidade os recursos da oferta antes de seu fim. Exemplo dessas preocupações é a afetação desses recursos caso a plataforma entre em regime de falência ou recuperação durante uma oferta, ou caso a plataforma seja alvo de uma execução de dívida - não se colocaria o dinheiro da oferta em risco? Não estariam os investidores “comprando”, além do risco da emissora cujos valores mobiliários subscrevem, o risco da própria plataforma pela gestão desses recursos durante a oferta?

62. Essas preocupações atinentes à relação patrimonial entre a plataforma e os recursos da oferta são legítimas, mas entendemos que esses riscos podem ser mitigados a partir da adoção de uma medida simples, já adiantada pelo Edital. A ICVM 588 já prevê um desenho segundo o qual os investidores têm seu patrimônio exposto a uma outra sociedade que não a plataforma ou a sociedade emissora. Trata-se dos veículos de investimento utilizados para estruturar o sindicato participativo, cuja atuação e constituição é limitada pela norma a fim de proteger os investidores de qualquer exposição a risco adicional, como se vê nos parágrafos 5º a 7º do art. 3º, e, especialmente, nos arts. 33 e 34.

63. Acreditamos ser possível estabelecer limites e condições semelhantes para aquela sociedade cujas contas recebam os recursos dos investidores, sendo o principal deles, como já apontou a própria CVM no Edital, a condição de que tal sociedade, seja a plataforma ou sociedade a ela ligada, constitua-se como instituidor de arranjo de pagamento e/ou instituição de pagamento, nos termos da Lei nº 12.865/13, que dispõe sobre os arranjos de pagamento e instituições de pagamento integrantes ou não do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) (“Lei do SPB”), de que se tratará em seguida, e nos termos da regulação do Banco Central.

64. Ainda, como medida adicional de segurança e para possibilitar a supervisão da CVM, a plataforma deve ser responsável por garantir a adequação regulatória e operacional da sociedade a ela ligada que atue como intermediadora dos recursos das ofertas, devendo tomar medidas para garantir a separação entre o patrimônio de tal sociedade e os recursos relativos à oferta, nos termos dos arts. 12 e 12-A da Lei do SPB.

Sobre a natureza de instituição de pagamento e suas implicações patrimoniais

65. Caso essa sociedade atue como uma instituição de pagamento, como já prevê o Edital, ou de outra forma opere um arranjo de pagamentos, entendemos haver uma proteção patrimonial legalmente garantida aos recursos dos investidores, graças à Lei do SPB, conforme seus artigos 6º a 15.

66. A referida proteção patrimonial decorre do quanto disposto no art. 12 da Lei do SPB, o qual define que os recursos mantidos em contas de pagamento: (i) constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da instituição de pagamento; (ii) não respondem direta ou indiretamente por nenhuma obrigação da instituição de pagamento, nem podem ser objeto de qualquer ato de constrição judicial em função de débitos de responsabilidade da instituição de pagamento; (iii) não compõem o ativo da instituição de pagamento, para efeito de falência ou liquidação judicial ou extrajudicial; e (iv) não podem ser dados em garantia de débitos assumidos pela instituição de pagamentos.

67. Nesse caso, mesmo que sejam as próprias plataformas, ou sociedades a ela ligadas, as instituidoras do arranjo de pagamentos e/ou as instituições de pagamento, os recursos das ofertas, uma vez depositados em contas de pagamento, não estariam expostos a qualquer risco patrimonial oriundo da sociedade que administra essas contas de pagamento, o que mitiga expressivamente, senão totalmente, os supostos riscos decorrentes do fato de os recursos estarem de posse das plataformas (incluindo sociedades a elas ligadas) antes do encerramento das ofertas.

68. É importante frisar que, em razão da baixa expressividade dos volumes em geral transacionados por plataformas de *equity crowdfunding*, caso as plataformas ou sociedades a elas ligadas sejam autorizadas a intermediar os recursos das ofertas enquanto instituições de pagamento, na maioria dos casos provavelmente não estarão sob a supervisão integral do Banco Central, considerando o quanto disposto no § 4º do art. 6º da Lei do SPB e no art. 2º da Circular do BCB nº 3.682/13, conforme competência outorgada pelo art. 6º da Resolução CMN nº 4.282/13.

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

70. Nesse sentido, há que se esclarecer que a supervisão do Banco Central sobre referidos arranjos provavelmente será limitada, porque os volumes transacionados no mercado de *crowdfunding* ainda são baixos, de modo que um arranjo de pagamentos destinado exclusivamente à intermediação dos valores relativos às ofertas de uma plataforma provavelmente se veria excluído do SPB, não se aplicando a ele a maior parte

dos dispositivos da Lei do SPB e da regulamentação do Banco Central, exceto pela obrigação de reportar alguns volumes relativos às transações efetuadas em um ano (conforme art. 4º da Circular BCB nº 3.682/13). Não obstante, a própria Lei do SPB deixa expresso que todos os arranjos de pagamento e seus participantes, integrantes ou não do SPB, contam com as medidas de proteção e separação patrimonial previstas nos arts. 12 e 12-A, por força do art. 12-B, de modo que mesmo aquelas plataformas cujos arranjos estejam abaixo dos limites estabelecidos pela Circular BCB nº 3.682/13 gozariam dessa proteção patrimonial.

71. De qualquer modo, dada a atuação limitada do Banco Central sobre esses arranjos, é pertinente que a própria ICVM 588 estabeleça alguns limites e diretrizes adicionais para a atuação das plataformas ou de sociedades a elas ligadas enquanto instituições de pagamento e/ou instituidoras de arranjos de pagamentos, cujas contas de pagamento recebam os recursos das ofertas, a fim de conferir segurança adicional às transações realizadas no âmbito das ofertas de *crowdfunding*.

72. Pode servir de baliza a esses limites e diretrizes os princípios elencados no art. 7º da Lei do SPB³ que, pela redação do próprio diploma legal, a princípio não se aplicariam aos arranjos não integrantes do SPB, mas que podem ser reproduzidos, conforme couberem, na ICVM 588 para que sejam observados pelas sociedades que instituem o arranjo de pagamentos utilizado pela plataforma, cabendo à plataforma fiscalizar a observância desses princípios pelo prestador de serviço.

73. Por todo o exposto, sugerimos: (i) que seja incluído no art. 5º da ICVM 588 um novo parágrafo; (ii) que seja incluída no inciso I do art. 19 uma nova alínea; e (iii) que seja alterada a redação do inciso VIII do art. 28, conforme redações propostas a seguir, ou conforme redações semelhantes que esta d. CVM entenda como mais adequadas.

Art. 5º

§ 3º Não se aplica a restrição que consta do § 1º, incisos I, II e III caso os montantes transferidos pelos investidores transitem por

³ Art. 7º Os arranjos de pagamento e as instituições de pagamento observarão os seguintes princípios, conforme parâmetros a serem estabelecidos pelo Banco Central do Brasil, observadas as diretrizes do Conselho Monetário Nacional: I - interoperabilidade ao arranjo de pagamento e entre arranjos de pagamento distintos; II - solidez e eficiência dos arranjos de pagamento e das instituições de pagamento, promoção da competição e previsão de transferência de saldos em moeda eletrônica, quando couber, para outros arranjos ou instituições de pagamento; III - acesso não discriminatório aos serviços e às infraestruturas necessários ao funcionamento dos arranjos de pagamento; IV - atendimento às necessidades dos usuários finais, em especial liberdade de escolha, segurança, proteção de seus interesses econômicos, tratamento não discriminatório, privacidade e proteção de dados pessoais, transparência e acesso a informações claras e completas sobre as condições de prestação de serviços; V - confiabilidade, qualidade e segurança dos serviços de pagamento; e VI - inclusão financeira, observados os padrões de qualidade, segurança e transparência equivalentes em todos os arranjos de pagamento. Parágrafo único. A regulamentação deste artigo assegurará a capacidade de inovação e a diversidade dos modelos de negócios das instituições de pagamento e dos arranjos de pagamento.

arranjos de pagamento instituídos e/ou operados pelas pessoas mencionadas nesses incisos, se constituídas como instituições de pagamentos, conforme legislação aplicável e regulamentação do Banco Central.

Art. 19

I –

L)⁴ caso os montantes transferidos pelos investidores transitem por contas das pessoas mencionadas nos incisos I, II e III do § 1º do art. 5º, esses montantes transitem exclusivamente por arranjo de pagamentos instituído e operado por tais pessoas, atuando como instituições de pagamentos, conforme regulamentação do Banco Central, de modo que o seu patrimônio e os recursos relativos às ofertas permaneçam segregados, devendo tais pessoas atuar segundo os princípios a serem observados pelos arranjos de pagamento, conforme legislação específica.

Art. 28

VIII – receber depósitos dos montantes disponibilizados pelos investidores em conta corrente ou realizar qualquer atividade privativa de instituição financeira, exceto na hipótese prevista no §3º do art. 5º;

V. SOBRE A EXPANSÃO DOS LIMITES

O limite de receita bruta anual

74. O *equity crowdfunding* destina-se, notoriamente, a fornecer acesso ao financiamento via poupança popular para empresas que, em razão de barreiras de entrada, não teriam acesso ao mercado de capitais tradicional. Trata-se não apenas de *startups*, as sociedades empresárias de pequeno porte - frequentemente do setor de tecnologia -, geralmente mais chamativas pelo alto potencial de retorno, mas também de empresas já lucrativas, pertencentes a mercados “tradicionais”, que pretendem expandir seus negócios e acessar a poupança popular.

75. Conforme observações feitas no próprio Edital, o mercado de *crowdfunding* gerou um histórico muito baixo de reclamações de investidores em relação à atuação das plataformas e não houve, até agora, a ocorrência de fraudes. Nesse contexto, restam poucos motivos para restringir somente às pequenas empresas o acesso a essa modalidade de financiamento, especialmente tendo em vista as alterações trazidas pelo Edital no sentido de aumentar a segurança das ofertas, cujos maiores exemplos são a obrigatoriedade

⁴ Considerando a inclusão das novas alíneas a este inciso, já propostas pela CVM na Minuta.

de contratação de serviço de escrituração e de auditoria das demonstrações financeiras pelas emissoras. Acreditamos que um mercado de capitais sólido, como o mercado de *crowdfunding* já demonstrou ser, não deve ser limitado a um pequeno número de empresas, todas com um perfil relativamente semelhante, agrupadas pelo critério de receita bruta anual inferior a R\$ 30 milhões de reais.

76. Tanto para não privar empresas mais maduras ou que operam volumes maiores do acesso ao financiamento via poupança popular, quanto para não privar os investidores de terem acesso ao capital dessas empresas, acreditamos que o limite de receita bruta anual de R\$ 30 milhões de reais, proposto no Edital em substituição ao inciso III do art. 2º da ICVM 588, ainda é tímido, e poderia, com segurança, ser aumentado para contemplar empresas que, conquanto maiores, ainda não têm acesso ao mercado de capitais tradicional.

77. Há diversas iniciativas de *players* do mercado financeiro e de capitais para levar empresas de médio porte a serem listadas na bolsa de valores, mas essas iniciativas contemplam empresas com faturamento muito superior ao teto de R\$ 30 milhões ora proposto. Um exemplo é a iniciativa do Banco ABC, que “lançou em 2019 uma plataforma para atrair o que chamou de ‘empresas emergentes’ — companhias regionais com faturamento anual a partir de R\$ 250 milhões — para realizar uma oferta pública inicial de ações”⁵.

78. Assim, caso permaneça esse teto de R\$ 30 milhões, haverá uma grande quantidade de empresas presas no limbo entre o limite de receita bruta anual para empreender ofertas de *crowdfunding* e o nível de faturamento típico de empresas listadas na B3, restando essas empresas sem alternativas de financiamento por meio do mercado de capitais. Dado que as empresas listadas na B3 são, majoritariamente, de grande porte, entendemos que o *crowdfunding* deve contemplar também empresas de médio porte, estando uma parcela significativa dessas empresas excluídas pelo critério de receita bruta anual inferior a R\$ 30 milhões.

79. Além do financiamento bancário, na maioria das vezes limitado, já que os bancos tradicionalmente costumam privilegiar o financiamento de grandes empresas em detrimento das PMEs no Brasil⁶, as pequenas e médias empresas conseguem acesso ao financiamento de suas atividades através de fundos de *venture capital* ou de *private equity*. Esses investidores, quando constituídos sob a forma de fundos de investimento, estão sujeitos aos limites e requisitos da Instrução CVM nº 578 de 2016 (“ICVM 578”), que regula os Fundos de Investimento em Participações (“FIP”). A referida instrução classifica os FIP, entre outras categorias, em FIP - Capital Semente e FIP - Empresas Emergentes, sendo que os fundos da primeira categoria podem investir em sociedades cuja receita anual

⁵ Conforme matéria disponível em <<https://www.infomoney.com.br/mercados/2020-o-ano-das-pequenas-empresas-na-bolsa/>>, acessado em 18/06/2020

⁶ Conforme matéria disponível em <<https://oglobo.globo.com/economia/mais-da-metade-de-credito-contratado-entre-marco-maio-foi-para-grandes-empresas-24445603>>, acessado em 26/06/2020

bruta seja de até R\$ 16 milhões⁷ e os da segunda categoria em sociedades cuja receita bruta anual seja de até R\$ 300 milhões⁸.

80. Esses limites, que servem como balizadores para definir o que são pequenas e médias empresas no país, poderiam também ser utilizados para fins de definição dos limites impostos pela ICVM 588, para que ela se apresente como alternativa de obtenção de financiamento para empresas consideradas como emergentes.

81. Como referenciais adicionais de critério para definir o que sejam empresas de médio porte, temos que o BNDES classifica assim aquelas empresas que possuem receita operacional bruta anual, ou renda anual, maior que R\$ 4,8 milhões e menor ou igual a R\$ 300 milhões⁹. Além disso, há uma instrução normativa da Receita Federal¹⁰, que surgiu da iniciativa da então BM&FBovespa para incentivar a participação de investidores em ofertas de ações de pequenas e médias empresas¹¹, que isenta do imposto sobre a renda o ganho de capital auferido pela alienação de ações que tenham sido emitidas por companhias que, entre outros critérios, possuam valor de mercado inferior a R\$ 700 milhões e receita bruta anual inferior a R\$ 500 milhões¹².

82. Por fim, cumpre analisarmos os *benchmarks* da regulação estrangeira como possíveis exemplos e parâmetros a serem observados. Nesse sentido, é importante ressaltar que a maioria dessas regulações não estabelece limites de faturamento como critério de elegibilidade das emissoras. Exemplo disso é o *Regulation A+*, dos EUA, cujo principal critério de elegibilidade é o volume de captação, alegando a SEC (*Securities Exchange Commission*) em seu relatório de análise sobre a regulação que “*we also do not believe it is necessary to limit availability of the exemption to issuers of a certain size, as we agree with commenters that suggested that the annual offering limit will serve to limit the utility of the exemption for larger issuers in need of greater amounts of capital*”¹³. Da mesma forma, a *Regulation Crowdfunding*, também dos EUA, não limita o acesso a esse tipo de oferta com base no faturamento ou receita agregada do emissor.

83. Por todo o exposto, propomos a seguinte redação para o art. 2º, inciso III e seu § 3º da ICVM 588:

⁷ E cujo controlador apresente ativo total inferior a R\$ 80.000.000,00 e receita bruta anual inferior a R\$ 100.000.000,00.

⁸ E cujo grupo controlador apresente ativo total inferior a R\$ 240.000.000,00 e receita bruta anual inferior a R\$ 300.000.000,00.

⁹ <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/porte-de-empresa>>, acessado em 19/06/2020

¹⁰ Instrução Normativa RFB nº 1.585 de 2019

¹¹

<<https://m.folha.uol.com.br/mercado/2013/05/1276553-bmfbovespa-defende-incentivo-para-oferta-de-acoes-de-empresa-menor.shtml>>, acessado em 18/06/2020

¹² Conforme artigo 66, inciso III da referida instrução.

¹³ FINAL Rules: Amendments to Regulation A. Securities Exchange Commission, 2015. p. 24. Disponível em: <<https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9741.pdf>>. Acesso em: 01/07/2020.

Art. 2º

III - sociedade empresária de pequeno porte: sociedade empresária constituída no Brasil, não registrada como emissor de valores mobiliários junto à CVM, e com receita bruta anual, apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta de até ~~R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)~~ R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais);

.....

§ 3º Na hipótese da sociedade empresária de pequeno porte ser controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, a receita bruta consolidada anual do conjunto de entidades que estejam sob controle comum não pode exceder ~~R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais)~~ R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) no exercício social encerrado no ano anterior à oferta.

O limite do valor alvo de captação

84. O limite de captação anual de R\$ 5 milhões mostrou-se um óbice para o financiamento de projetos mais robustos e maduros, como projetos industriais e imobiliários, ou para o financiamento de startups ou mesmo empresas tradicionais em estágios mais avançados de desenvolvimento, que precisam captar mais recursos e apresentam menor risco aos investidores do que as startups que ainda estão na fase de capital semente. Há uma tendência global de aumento do valor das captações, mesmo em séries semente (*series seed*) ou séries A (*series A*). Conforme análise publicada pelo Crunchbase sobre os mercados dos EUA e Canadá entre 2008 e 2018, tanto o valor-médio das ofertas como o número e o valor-médio captado em “super-rodadas” têm crescido na última década¹⁴.

85. Quando olhamos para as regulações internacionais aplicáveis a modalidades de ofertas de *equity crowdfunding* ou de isenção de registro no geral, verificamos que elas, em sua maioria, estipulam limites de captação superiores aos R\$10 milhões ora propostos pela Minuta. Nos EUA, por exemplo, o Regulation A+ prevê limite de captação anual de USD 20 milhões (equivalente a aproximadamente R\$107.3 milhões¹⁵) para as ofertas públicas enquadradas em seu “Tier 1”, que prevê normas bastante suavizadas de *disclosure* e diligência. Mesmo no âmbito do *Regulation Crowdfunding*, é importante notar que a SEC recentemente propôs aumentar em 5 vezes o teto de captação, dos atuais USD 1.07 milhão para USD 5 milhões (equivalente a aproximadamente R\$26.8 milhões¹⁶).

¹⁴ *THE Rise And Rise Of Supergiant Rounds*. Crunchbase, 2018. Disponível em: <<https://news.crunchbase.com/news/rise-rise-supergiant-rounds/>>. Acesso em: 31 de out. de 2019.

¹⁵ Conforme cotação de compra do dólar informada pelo Banco Central em 01/07/2020.

¹⁶ Conforme cotação de compra do dólar informada pelo Banco Central em 01/07/2020.

86. Já na União Europeia vemos movimentos semelhantes, com o Parlamento Europeu havendo publicado, em junho de 2017, nova regulação (Regulation EU 2017/1129) que autoriza os países-membros a isentarem da obrigatoriedade de publicação de prospecto as ofertas públicas de até EUR 8 milhões (equivalente a aproximadamente R\$ 48.3 milhões¹⁷) realizadas em seus territórios, aumentando, na prática, os limites de captação para ofertas públicas com dispensa de registro e, conseqüentemente, contribuindo para o desenvolvimento dos mercados de *equity crowdfunding* nesses países. Tanto é que o governo britânico, por exemplo, editou, ainda em 2018, lei aprovando o aumento do limite de isenção de publicação de prospecto para EUR 8 milhões (equivalente a aproximadamente R\$ 53.5 milhões¹⁸), aumentando, na prática, os limites captados via *equity crowdfunding* no país¹⁹.

87. Por fim, faz-se necessário comentar acerca da observação feita por esta d. CVM no Edital, por meio da qual afirma que “o novo valor proposto ainda se encontra muito acima dos valores atualmente verificados nas ofertas por meio do *crowdfunding*, considerando os poucos casos que atingiram o valor máximo atual”. O fato de que poucas ofertas atingiram o valor máximo de captação se deve, em grande parte, ao baixo limite atual de receita bruta anual, que deixa de fora sociedades empresárias mais maduras e desenvolvidas, as quais teriam necessidade de captar valores mais altos, bem como seriam mais atrativas para os investidores. O limite de receita bruta anual atual, de R\$ 10 milhões, faz com que apenas consigam acessar o *crowdfunding* de investimento empresas que muito raramente teriam necessidade ou veriam como oportuno captar R\$ 5 milhões por meio de uma única rodada. Cumpre observar ser este também um dos principais motivos pelos quais propusemos um aumento considerável no limite de receita bruta anual (R\$300 milhões), ainda maior, em termos proporcionais, que o aumento no limite de captação anual ora proposto (R\$30 milhões), preservando, assim, uma proporção entre ambos que entendemos por mais adequada e condizente com a real necessidade de captação de empresas de médio porte.

88. Diante de todo o exposto, e tendo em vista o quanto exposto nesta seção, propomos a seguinte nova redação para o art. 3º, inciso I e § 3º da ICVM 588, de modo a melhor adequá-la às reais necessidades do mercado e às práticas internacionais:

Art. 3º

I - existência de valor alvo máximo de captação não superior a ~~R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)~~ R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias, que devem ser definidos antes do início da oferta;

.....

¹⁷ Conforme cotação de compra do euro informada pelo Banco Central em 01/07/2020.

¹⁸ Conforme cotação de compra da libra esterlina informada pelo Banco Central em 01/07/2020.

¹⁹ Conforme disponível em: http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2018/786/pdfs/ukxi_20180786_en.pdf.

§ 3º Para os efeitos do inciso I do caput, na hipótese em que já tenha sido previamente utilizada no ano-calendário a dispensa de registro de oferta pública nos termos desta Instrução, por meio da mesma ou de outra plataforma registrada, o somatório do valor total de captação da oferta atual com os montantes captados anteriormente pela sociedade empresária de pequeno porte não pode exceder o valor de ~~R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)~~ R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).

89. As propostas de limite de valor total de captação e receita bruta anual acima podem parecer um salto demasiado grande, mas acreditamos serem esses os valores que permitiriam que o investimento participativo se constitua definitivamente como uma alternativa de financiamento para pequenas e médias empresas no país, atuando como uma verdadeira porta de entrada a essas empresas para o mercado de capitais tradicional.

VI. SOBRE A DIVULGAÇÃO DA OFERTA

90. O Edital afirma, em seu item 2 “Expansão das possibilidades de divulgação da oferta”, que a Minuta “propõe que a oferta possa ser **divulgada livremente**, inclusive com utilização de material publicitário, **não mais restringindo a divulgação da existência da oferta nos sites do emissor e do investidor líder**” (grifos nossos), e reforça, supostamente por meio do novo § 3º do artigo 11, as restrições de divulgação das informações essenciais da oferta por meio de outras páginas na internet que não da própria plataforma, esclarecendo que sites de outras empresas que divulgam as ofertas não podem ser considerados como o site da plataforma na internet.

91. Afirma, por fim, que a medida proposta com o § 3º do art. 11 tem o objetivo de “evitar que o esforço de venda e a interface com os investidores sejam feitos por meio de participantes não regulados”, especialmente agentes estruturadores das ofertas, querendo evitar que atuem na promoção da oferta por meio de páginas próprias na internet. Dessa forma, o Edital daria a entender que a CVM deseja proibir a participação de terceiros na divulgação da oferta.

92. Contudo, a nova redação dada ao § 1º do art. 11 pela Minuta altera a previsão, atualmente existente, de que somente o investidor líder e a emissora podem divulgar as ofertas em seus sites e mídias sociais, mudando a redação do referido dispositivo para “**é permitida a divulgação da oferta pública** com dispensa de registro realizada nos termos desta Instrução, **inclusive com a utilização de material publicitário**” (grifos nossos), após o que as alíneas do novo inciso II preveem o conteúdo máximo que pode ser veiculado na divulgação da oferta. Não obstante, a redação do referido dispositivo proposta na Minuta não prevê quem são as pessoas autorizadas a divulgar a oferta, o que pode levar à interpretação de que qualquer um estaria autorizado a empreender essa

divulgação, especialmente porque se retirou a definição expressa e limitada de quem poderia divulgar a oferta - o investidor líder e a emissora.

93. Assim, a redação ora proposta para o § 1º do art. 11 aparenta contraditoriedade ao comentário feito no Edital de que a CVM pretende “evitar que o esforço de venda e a interface com os investidores sejam feitos por meio de participantes não regulados”, posto que permitiria, em tese, que qualquer pessoa divulgasse a oferta, desde que se limitasse ao conteúdo máximo previsto no inciso II do mesmo artigo.

94. Pela redação atual do art. 11, a comunicação a respeito da oferta é atividade exclusiva da plataforma, sendo permitido à emissora e ao investidor líder divulgar a oferta sob os estritos limites definidos em seu § 1º (ora flexibilizados pela Minuta). A referida limitação é de difícil observância, além de contraproducente, por ser muito difícil o controle da circulação de informações na internet e por dificultar a promoção do *crowdfunding* como modalidade de investimento, atualmente pouco conhecida pelo público geral.

95. Acreditamos que deveria ser permitido à emissora, ao líder e à plataforma contarem com o apoio de terceiros, contratados ou não para tal, para empreender a divulgação da oferta, como influenciadores, entidades representativas, periódicos, portais de conteúdo ou mesmo outros agentes do mercado de distribuição de valores mobiliários, de modo a promover um crescimento do alcance das ofertas e da difusão desse nicho do mercado de capitais entre os investidores. Nesse caso, o contratante, seja a plataforma, o investidor líder ou a emissora, conforme for, deverá orientar o terceiro contratado a respeito das limitações constantes da norma, ficando ainda responsável. Nesse caso, o contratante, seja a plataforma, o investidor líder ou a emissora, conforme for, deverá orientar o terceiro contratado a respeito das limitações constantes da norma, ficando ainda responsável pela supervisão de suas comunicações a respeito da oferta, verificando a adequação de seu conteúdo. Assim, tornar-se-ia possível que terceiros entusiastas da oferta ou mesmo agentes especializados participassem da sua divulgação e da difusão do *crowdfunding* como modalidade de investimento.

96. Assim, acreditamos ser do interesse do mercado, em prol de seu desenvolvimento, que esta d. CVM esclareça se a nova redação proposta para o § 1º do art. 11 permite a divulgação da oferta por terceiros, dado que ela não menciona quem seriam os sujeitos da divulgação cujo conteúdo foi alargado. Acreditamos que pode ser uma opção viável para a construção desse dispositivo que se inclua a previsão expressa da divulgação da oferta por terceiros ou, caso a CVM entenda que não pode haver esse tipo de divulgação, especifique quem são os sujeitos autorizados a divulgar a oferta nos termos do § 1º do art. 11. Nesse sentido, propomos a redação a seguir para o dispositivo ora comentado, incluindo também um novo parágrafo, incluindo também um novo parágrafo:

Art. 11

§ 1º É permitida a divulgação, por qualquer pessoa, da oferta pública com dispensa de registro realizada nos termos desta Instrução, inclusive com a utilização de material publicitário, desde que:

§ 4º A plataforma, o investidor-líder ou a sociedade empresária de pequeno porte que venha a contratar terceiros para auxiliá-lo na divulgação da oferta, nos termos deste artigo, deverá orientá-los no cumprimento das restrições ora impostas, ficando responsável pela supervisão de suas comunicações.

VII. SOBRE INFORMAÇÕES PERIÓDICAS E EVENTUAIS

97. Atualmente, a ICVM 588 compreende um regime informacional menos impositivo, deixando a cargo dos 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. Entendemos, contudo, que essa abordagem é frágil e inconsistente, já que trata de forma diferente emissoras constituídas sob a forma de sociedades limitadas e anônimas, além de garantir mínima proteção aos investidores. Neste sentido, acreditamos que a ICVM 588 poderia exigir que as sociedades empresárias de pequeno porte prestassem informações mais padronizadas e consistentes e que reflitam de maneira mais precisa o desenvolvimento da sociedade.

98. Isto posto, entendemos que seria adequado exigir que, além das informações periódicas hoje já previstas na ICVM 588, as sociedades empresárias de pequeno porte prestassem informações periódicas e eventuais sobre eventos societários já determinados pela atual legislação societária, incluindo alterações de contrato/estatuto social, atas de assembleias e de reuniões de sócios, além das demonstrações financeiras e outros documentos que instruem assembleias ordinárias.

99. Entendemos que a divulgação de tais informações não representaria um custo desproporcional para as sociedades empresárias de pequeno porte, tampouco demandaria um nível superior de estrutura, organização e controles internos, uma vez que a realização desses atos, bem como seu registro no órgão competente e sua publicação - em alguns casos - já são exigências legais e deveriam ser cumpridas pela administração da sociedade independentemente da necessidade de divulgação aos respectivos investidores.

100. Adicionalmente, entendemos que os meios de divulgação de atos societários, demonstrações financeiras e outros documentos da administração previstos pela atual legislação são pouco acessíveis e inadequados ao atual estágio de desenvolvimento tecnológico do mercado, o que é manifestado de forma mais latente na realidade do *crowdfunding*, a qual, por sua própria natureza, pressupõe a divulgação de informações de forma online e de fácil acesso. Assim, entendemos que a divulgação desses documentos

societários deveria ser realizada pela sociedade emissora pelo mesmo canal utilizado para a divulgação das informações periódicas atualmente previstas na ICVM 588, com intermédio da plataforma, sem prejuízo da possibilidade de um terceiro prestador de serviço ou do próprio emissor realizarem a divulgação, devendo a plataforma apenas manter um link na página da oferta no site da plataforma para redirecionamento, conforme previsto pela CVM no item 6.10 do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 06/16.

101. Cumpre esclarecer que, no nosso entendimento, é adequado que a prestação de informações periódicas e eventuais exposta acima seja imposta a todas as sociedades empresárias de pequeno porte que ofereçam, nos termos da ICVM 588, valores mobiliários que garantam o direito de participação atual ou futura em seu capital social. Entendemos que tais informações são relevantes para a tomada de decisão de investimento na oferta, como também para fins de conversão dos títulos em ações. Ademais, tal regime informacional permitiria a equiparação entre os atuais sócios da sociedade e os investidores da oferta, bem como garantiria uma consistência no acesso às informações ao longo do desenvolvimento da emissora.

102. Quanto ao regime informacional garantido aos investidores que adquiram ações de sociedades anônimas, a divulgação de informações periódicas estabelecida atualmente pela ICVM 588 não se aplica, pois, como apontado no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 06/16, a CVM considera 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. No entanto, entendemos ser mais coerente e adequado que a ICVM 588 preveja o mesmo regime informacional independentemente da natureza jurídica da sociedade emissora, já que, apesar da LSA prever a divulgação de todas as informações abarcadas pelo novo regime informacional ora proposto, o atual acesso a essas informações, conforme já explorado acima, é burocrático e pouco acessível, ainda realizado por meio de jornais ou consultas presenciais. Assim, entendemos que a exigência, pela ICVM 588, de divulgação de tais informações pelo mesmo canal utilizado para a divulgação das informações periódicas atualmente previstas na ICVM 588, garantiria fácil e imediato acesso a informações pertinentes pelos investidores.

103. Neste sentido, manter-se-ia a obrigação da plataforma de repassar tais informações aos investidores em até 2 (dois) dias úteis após o seu recebimento, nos termos do art. 21 da ICVM 588. Não obstante, de modo a garantir que tal exigência não se perpetue indefinidamente no tempo, onerando excessivamente a plataforma, propomos que a referida obrigação seja limitada ao período de 5 (cinco) anos após o encerramento da oferta.

104. Por fim, de modo a garantir adicional proteção aos investidores e a consistência das informações apresentadas durante e após a oferta pública, entendemos que a exigência de auditoria das demonstrações financeiras introduzida pela Minuta não deveria se limitar apenas às demonstrações apresentadas no âmbito da oferta pública, devendo ser estendida também às demonstrações financeiras anuais apresentadas nas assembleias gerais ou

reuniões de sócios ordinárias, conforme nossas sugestões na sétima seção desta manifestação.

105. Desse modo, sugerimos que, além das informações periódicas já previstas hoje, a ICVM 588 exija a divulgação por sociedades limitadas e anônimas da ata da assembleia geral ou reunião de sócios ordinária, em até 7 (sete) dias úteis de sua realização, acompanhada (i) do relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo, se houver; (ii) da cópia das demonstrações financeiras ou do balanço patrimonial e o de resultado econômico, devidamente auditadas, conforme o caso; (iii) do parecer dos auditores independentes, se houver; (iv) do parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e (v) de demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.

106. Quanto às informações eventuais, entendemos deva ser exigida a divulgação de:

I - atas de assembleias gerais ou reuniões de sócios extraordinárias, em até 7 (sete) dias úteis contados de sua realização;

II – atas de reuniões da administração, desde que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros, acompanhadas das eventuais manifestações encaminhadas pelos conselheiros, em até 7 (sete) dias úteis contados de sua realização;

III – atas de reuniões do conselho fiscal que aprovaram pareceres, acompanhadas das eventuais manifestações encaminhadas pelos conselheiros, em até 7 (sete) dias úteis contados da data de divulgação do ato ou fato objeto do parecer; e

IV - contrato ou estatuto social consolidado, em até 7 (sete) dias úteis contados da data da reunião ou assembleia que deliberou a alteração.

107. Cumpre apontar uma preocupação acerca de uma possível divulgação de informações sensíveis constantes dos documentos listados acima, especialmente no que se refere à identificação de sócios ou acionistas e suas respectivas participações. Neste sentido, apesar da exigência de publicização desses documentos garantir, em nossa visão, um nível adequado de governança corporativa às sociedades emissoras, entendemos que deveriam ser protegidos quaisquer dados sensíveis dos sócios ou acionistas da emissora.

108. À luz do exposto acima, propomos as seguintes alterações e complementações à ICVM 588:

“Art. 20.

II – o dever da sociedade empresária de pequeno porte encaminhar aos investidores e à plataforma os seguintes documentos:

- a) atas de assembleias geral ou reuniões de sócios ordinárias, em até 7 (sete) dias úteis de sua realização, acompanhadas (i)

do relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo, se houver; (ii) da cópia das demonstrações contábeis elaboradas de acordo com a legislação vigente; (iii) do parecer dos auditores independentes, se houver; (iv) do parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e (iv) de demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia;

- b) atas de assembleias gerais ou reuniões de sócios extraordinárias, em até 7 (sete) dias úteis contados de sua realização;
- c) atas de reuniões da administração, desde que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros, acompanhadas das eventuais manifestações encaminhadas pelos conselheiros, em até 7 (sete) dias úteis contados de sua realização;
- d) atas de reuniões do conselho fiscal que aprovaram pareceres, acompanhadas das eventuais manifestações encaminhadas pelos conselheiros, em até 7 (sete) dias úteis contados da data de divulgação do ato ou fato objeto do parecer; e
- e) contrato ou estatuto social consolidado, em até 7 (sete) dias úteis contados da data da reunião ou assembleia que deliberou a alteração.

III – o dever de a sociedade empresária de pequeno porte comunicar à plataforma, no prazo de até 5 (cinco) dias, a ocorrência de qualquer um dos seguintes eventos:

.....

§ 3º As demonstrações contábeis de que trata este artigo de sociedades empresárias de pequeno porte com receita bruta anual superior a R\$16.000.000,00 (dezesseis milhões) deverão ser auditadas por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 4º Os documentos referidos no inciso II podem suprimir informações sensíveis relativas aos sócios ou acionistas da sociedade empresária de pequeno porte.

.....

Art. 22. A obrigação da plataforma e da sociedade empresária de pequeno porte de divulgar as informações requeridas nos arts. 20 e 21 cessará nas seguintes hipóteses:

.....

II – conversão da totalidade da emissão do valor mobiliário ofertado nos termos desta Instrução em ações de sociedade anônima, desde que transcorridos 5 (cinco) anos do encerramento da oferta pública de distribuição;

III – após transcorridos 5 (cinco) anos do encerramento da oferta pública de distribuição de ações de emissão de sociedade anônima ou após a comunicação do encerramento das atividades da sociedade empresária de pequeno porte, o que ocorrer primeiro; ou”

Parágrafo Único. Sem prejuízo do disposto neste artigo, a obrigação da plataforma e da sociedade empresária de pequeno porte de divulgar as informações requeridas nos arts. 20 e 21 deverá perdurar enquanto a plataforma intermediar negociações secundárias de valores mobiliários de emissão da sociedade empresária de pequeno porte.

VIII. COMENTÁRIOS E SUGESTÕES AOS DEMAIS PONTOS DA MINUTA

A. Destinação dos recursos da oferta e definição da estrutura societária da sociedade emissora

109. No que tange à destinação dos recursos da oferta, a Minuta, ao revogar as alíneas “a” e “b” do inciso V do art. 3º da ICVM 588, passou a permitir que os recursos captados via oferta pública sejam utilizados para a fusão, incorporação ou aquisição estratégica de outras empresas. Nesse sentido, entendemos que a nova redação permite a oferta de emissão de valores mobiliários de uma *holding* ou controladora, de modo que esta possa reinvestir os recursos na subsidiária, sociedade operacional, por meio de subscrição de aumento de capital ou outras formas de aquisição de participação societária.

110. Preliminarmente, cumpre destacar que entendemos como profundamente positiva a proposta da Minuta, pois permite uma aproximação do *crowdfunding* às melhores práticas de mercado, em que operações de reorganização societária e criação de estruturas societárias mais complexas mostram-se vitais ao longo do amadurecimento das empresas, seja para fins de governança corporativa, planejamento tributário ou eficiência operacional. No entanto, entendemos que, tal inovação pode trazer dúvidas sobre qual o critério de definição de uma sociedade empresária de pequeno porte emissora de valores mobiliários, e

da distinção entre uma *holding* ou sociedade controladora e um veículo de investimento ou “empresa de participação”, nos termos da ICVM 588.

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

112. Sob essa estrutura de captação e destinação dos recursos, entendemos que pode haver uma confusão conceitual entre o que seria uma *holding* ou controladora e um veículo de investimento, nos termos da ICVM 588. Ainda que o veículo de investimento definido pela norma seja associado ao sindicato de investimento participativo, entendemos que o tratamento dado pelo art. 2º, § 7º da ICVM 588 pode gerar questionamento quanto a quem seria de fato a sociedade emissora no caso de captação via *holding* ou controladora conforme acima exposto.

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

114. Ainda, é comum, no mercado de *venture capital* nacional, que startups brasileiras tenham sua estrutura de controle migrada para o exterior, principalmente quando tratamos de sociedades em estágios mais avançados de captação e que já estão em sua rodada de investimento série A (*series A*) ou posterior. Nessa etapa de captação, é recorrente que startups recebam investimentos de fundos de *venture capital* e demais investidores institucionais sediados no exterior, pautando-se em maiores níveis de governança corporativa, proteção patrimonial e cambial e redução de custos tributários. Para a manutenção dessa estrutura, todos os aportes de capital são realizados na controladora, sediada no exterior, o que impossibilita que essas organizações captem recursos via *crowdfunding* no Brasil.

115. Cumpre ressaltar que a permissão de captação via ICVM 588 por essas empresas em estágios mais avançados de desenvolvimento, integrantes de estruturas societárias mais sofisticadas e que apresentam menor risco aos investidores do que as startups que ainda estão na fase de capital semente, tornaria o mercado de *crowdfunding* brasileiro mais atrativo e incentivaria uma maior participação de investidores institucionais nesse mercado. Afinal, as *startups* nacionais de grande sucesso, incluindo os famosos “unicórnios”, apresentam, em sua grande maioria, estruturas de capital internacionalizadas.

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

117. No entanto, conforme exposto, entendemos que tal sociedade poderia ser considerada, à luz da ICVM 588, como um veículo de investimento. Afinal, a sociedade emissora seria constituída com o propósito único de investir na sociedade estrangeira e seria composta, a princípio, exclusivamente pelos investidores da oferta. Se for esse o entendimento desta d. Autarquia, a sociedade constituída no exterior e destinatária dos recursos da oferta seria considerada como emissora da oferta pública, tal como estabelece a ICVM 588 em seu art. 2º, § 7º.

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

119. Por fim, acreditamos que um caminho viável seria a ICVM 588 aprimorar a atual definição de sociedade empresária de pequeno porte, de modo a esclarecer que não se incluem em tal definição aquelas sociedades constituídas como veículos de investimento, com propósito exclusivo ou primário de investir, reinvestir ou transacionar valores mobiliários no mercado, excetuados de tal definição os valores mobiliários emitidos por sociedades controladas pelo emissor que não sejam, elas próprias, veículos de investimento. Neste sentido, o Regulation *Crowdfunding* dos EUA, em seu artigo 17, CFR §227.100(b)(3), exclui expressamente do seu alcance sociedades definidas como “*investment companies*”, conforme definição da Seção 3 do Investment Company Act de 1940 (15 U.S.C. 80a-3).

B. Possibilidade de oferta secundária

120. A Minuta, ao introduzir o art. 5º, inciso VII, passou a permitir expressamente a realização de oferta secundária de valores mobiliários, observados os limites estabelecidos nas alíneas deste dispositivo. Entendemos que a alínea c) deste inciso tem a intenção de replicar proporcionalmente os limites impostos pelas alíneas a) e b) caso a oferta não atinja seu limite máximo de captação e, portanto, seja realizada a distribuição parcial do respectivo valor mobiliário. Assim, a fim de esclarecer tal entendimento, acreditamos ser necessária a alteração abaixo na redação da referida alínea c):

Art. 5º

VII -

c) caso a **distribuição da oferta seja parcial** ~~oferta seja parcial~~, seja mantida a proporção dos valores mobiliários prevista nas alíneas “a” e “b”.

C. Novo requisito de capital social mínimo das plataformas

121. Entendemos ser necessário que a CVM esclareça se o novo requisito de capital social mínimo, incluído na redação proposta pela Minuta para o art. 13, § 1º, inciso I da ICVM 588, de R\$200.000,00, se aplica às plataformas que já detém autorização da CVM para atuar como plataformas eletrônicas de investimento participativo e, em caso positivo, estabeleça um prazo para adequação das plataformas ao novo requisito de capital.

D. Alterações nos deveres das plataformas

Dever de verificar “cap table” - art. 19, I, j) e Seção 6, k), do Anexo 8

122. A Minuta, em seu art. 19, I, “j”, introduziu o dever da plataforma de assegurar que as informações acerca da estrutura de capital da sociedade empresária de pequeno porte estejam corretas e reflitam adequadamente a expectativa de participação do investidor quando da conversão de seus valores mobiliários. Para tanto, incluiu, ainda, a alínea “k” na Seção 6 do Anexo 8, prevendo a obrigação da plataforma de apresentar, nas informações essenciais da oferta, “*a estrutura de capital social atual e futura do emissor, considerando a conversão de todos os valores mobiliários de sua emissão, bem como refletindo os planos de remuneração baseada em ações*”.

123. Corroboramos com o intenção desta d. CVM de garantir maior segurança e transparência aos investidores sobre a estrutura de capital da sociedade, mas entendemos que a redação da alínea “k” supracitada deveria ser complementada para esclarecer que, havendo instrumentos conversíveis que componham a estrutura de capital da sociedade emissora, esta deverá ser apresentada considerando o cenário de conversão menos benéfico aos investidores. Isso porque é comum que instrumentos conversíveis adotem mais de um método de conversão, que podem, inclusive, prever fórmulas de cálculo variáveis, i.e., que dependam de métricas futuras e incertas para sua definição.

124. É o caso, por exemplo, de conversíveis que estipulam um método de avaliação limitada a um teto e um desconto sobre a avaliação ou o preço por ação da próxima rodada (conhecido como “*cap and discount*”). Sob esse cenário, os títulos serão convertidos levando em consideração o preço por ação resultante da aplicação do desconto sobre a próxima rodada, nunca superior, contudo, ao preço resultante da divisão da avaliação teto (*valuation cap*) pelo número de ações emitidas pela sociedade emissora. Desse modo, entendemos que a simulação de estrutura de capital futura nesse caso deveria levar em consideração o pior cenário de precificação, i.e., o preço resultante da avaliação teto.

125. Além de instrumentos conversíveis e planos de opções, é comum também que as sociedades empresárias emitam opções de compra de quotas ou ações que não sejam

objeto de planos de remuneração baseado em ações, ou seja, que não sejam destinadas a bonificar colaboradores, como *warrants* emitidos para investidores. Assim, entendemos que é adequado que a redação da referida alínea “k” seja adaptada para incluir na estrutura de capital futura a conversão ou **exercício** de todos os valores mobiliários de emissão da sociedade.

126. Por fim, tendo em vista que ações da sociedade emissora podem ser ofertadas diretamente, nos termos da ICVM 588, sugerimos que a redação da alínea “j” do art. 19, I, seja adaptada para esclarecer que a definição de expectativa de participação do investidor será estabelecida conforme a conversão dos valores mobiliários conversíveis por ele adquiridos ou da emissão das ações por ele subscritas na oferta, conforme aplicável. Entendemos que a inclusão da expressão “conforme aplicável” possibilitará esclarecer também que a definição de participação apenas ocorrerá em caso de emissão de valores mobiliários que garantam direito de participação atual ou futura na sociedade emissora, i.e., que não inclui títulos de dívida não conversíveis.

127. À luz do exposto acima, sugerimos as seguintes alterações ao art. 19, I, “j” e Seção 6, “k” do Anexo 8:

“Art. 19.

I –

j) as informações relacionadas à estrutura de capital da sociedade empresária de pequeno porte, previstas no item 6 do Anexo 8, estejam corretas e reflitam adequadamente a expectativa de participação do investidor quando **da emissão das ações ofertadas ou da conversão de seus valores mobiliários, conforme aplicável**; e

Seção 6.

.....

k) apresentar a estrutura de capital social atual e futura do emissor, considerando a conversão **ou exercício** de todos os valores mobiliários de sua emissão, bem como refletindo os planos de remuneração baseada em ações **ou opções, sendo que, em caso de oferta de emissão de valores mobiliários conversíveis, deverá ser considerado o cenário de conversão menos benéfico ao investidor**;

e

Vedação à utilização de material publicitário fora do ambiente da plataforma - art. 28, IV

128. Tendo em vista a inovação proposta na Minuta em relação à divulgação da oferta no sentido de permitir a utilização de material publicitário, faz-se necessário adaptar a vedação disposta no art. 28, IV, que proíbe a plataforma de “utilizar material publicitário

para divulgar a oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma”. Assim, sugerimos a nova redação abaixo para o referido inciso:

Art. 28

IV - utilizar material publicitário **que contenha informações além daquelas previstas no art. 11, § 1º, II**, para divulgar a oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma;

E. Alterações nos deveres das emissoras

Deveres de comunicação - art. 20, incisos II e III

129. Quanto aos deveres de comunicação introduzidos pela Minuta, parece-nos haver uma inconsistência entre os incisos II e III do art. 20. Enquanto o inciso II prevê a obrigatoriedade de a emissora comunicar apenas à plataforma a ocorrência de determinados eventos, o inciso III prevê a obrigatoriedade de divulgar outros determinados eventos aos investidores e à plataforma. Acreditamos que o inciso II deve prever o dever de a sociedade emissora divulgar também aos investidores aqueles eventos listados em suas alíneas. Além disso, também sugerimos uma simples correção de falha na redação do inciso III.

130. Adicionalmente, a alínea “c” do inciso II do art. 20, introduzida pela Minuta, estabelece o dever da sociedade empresária de pequeno porte de comunicar informações relevantes destinadas aos titulares dos valores mobiliários ofertados. Entendemos que o termo “informações relevantes” é vago e gera dúvidas quanto à natureza e extensão das informações a serem prestadas e, portanto, solicitamos à esta d. Autarquia que esclareça o seu entendimento sobre “informações relevantes”, bem como que complemente a redação da referida alínea “c” caso entenda adequado. Para este fim, fazemos referência à Instrução CVM nº 358/02 que trata da regulamentação de atos e fatos relevantes, apresentando, inclusive, em seu art. 2º, sua definição e um rol exemplificativo. Cumpre destacar que o conceito abrangido por tal Instrução parece-nos desproporcional e excessivo à natureza do *equity crowdfunding*, razão pela qual acreditamos que a ICVM 588 deve apresentar sua própria definição de “informações relevantes”, apresentando uma lista exemplificativa das informações a serem divulgadas.

131. Primeiramente, faz-se necessário fazer uma distinção fundamental entre a natureza de companhias abertas, sujeitas à supracitada ICVM 358, e as sociedades empresárias de pequeno porte, especialmente *startups*, sujeitas à ICVM 588. Enquanto as primeiras são empresas maduras e desenvolvidas, com sólida estrutura econômico-financeira e modelo de negócio já consolidado e, portanto, menos sujeitas a frequentes mudanças estruturais; as sociedades empresárias de pequeno porte, por sua vez, são naturalmente dinâmicas, estão em constante desenvolvimento e mais suscetíveis a mudanças significativas de caráter econômico-financeiro e negocial.

132. Ademais, é importante ressaltar que o regime informacional aplicável às companhias abertas é - e deve permanecer sendo - essencialmente distinto daquele aplicável às sociedades empresárias de pequeno porte, pois estas últimas estão inseridas em mercados em desenvolvimento, de grande competição e inovação, e, portanto, estão mais vulneráveis à divulgação de informações sensíveis pertinentes ao seu negócio, que podem, inclusive, ser utilizadas por seus concorrentes em seu prejuízo.

133. Desse modo, sugerimos a esta d. CVM que o rol de “informações relevantes” seja limitado apenas àquelas informações de cunho político-administrativo, como, por exemplo: (i) mudanças no controle da emissora; (ii) realização de novas rodadas de investimento; (iii) novas emissões de valores mobiliários; (iv) mudanças no quadro administrativo da emissora; (v) incorporação, fusão ou cisão envolvendo a emissora ou empresas ligadas; (vi) transformação ou dissolução da emissora; (vii) aprovação de plano de outorga de opção de compra de quotas ou ações; (viii) alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela emissora; e (ix) desdobramento ou grupamento de quotas ou ações ou atribuição de bonificação. Nesse sentido, não estariam abarcadas em “informações relevantes” aquelas de cunho técnico, econômico-financeiro ou negocial.

134. Por fim, sugerimos que a alínea “a” do atual inciso II do artigo 20 da ICVM 588 seja editada para incluir, também, a divulgação . Diante de todo o exposto, sugerimos a seguinte nova redação para os dispositivos ora referenciados:

Art. 20

III – o dever de a sociedade empresária de pequeno porte comunicar aos investidores e à plataforma, no prazo de até 5 (cinco) dias, a ocorrência de qualquer um dos seguintes eventos:

- a) decretação de falência, pedido de autofalência, pedido de recuperação judicial ou de recuperação extrajudicial, independentemente do deferimento do respectivo pedido, dissolução ou encerramento das atividades da sociedade empresária de pequeno porte;
- b) alteração no objetivo do plano de negócios que consta das informações essenciais da oferta; e
- c) informações relevantes de caráter político-administrativo destinadas aos titulares dos valores mobiliários ofertados;

HIV – o dever de a sociedade empresária de pequeno porte comunicar aos investidores e à plataforma, em um prazo de antecedência de, no mínimo, 20 (vinte) dias ~~de antecedência~~, qualquer evento ou fato que envolva alguma deliberação por parte

dos titulares dos valores mobiliários, incluindo o exercício de qualquer direito sobre os valores mobiliários;

.....

§ 3º Considera-se informação relevante, para os efeitos do inciso III, alínea (c), qualquer decisão de sócio ou acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou reunião de sócios ou dos órgãos de administração da sociedade empresária de pequeno porte, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo que possa influir de modo ponderável na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter seus valores mobiliários ou exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela sociedade empresária de pequeno porte ou a eles referenciados.

§ 4º Observada a definição do § 3º, são exemplos de informação relevante, dentre outros, os seguintes:

I - mudanças no controle da sociedade empresária de pequeno porte;

II - realização de novas rodadas de investimento;

III - novas emissões de valores mobiliários;

IV - mudanças no quadro administrativo da sociedade empresária de pequeno porte;

V - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a sociedade empresária de pequeno porte ou sociedades ligadas;

VI - transformação ou dissolução da sociedade empresária de pequeno porte;

VII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de quotas ou ações;

VIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela sociedade empresária de pequeno porte; e

IX - desdobramento ou grupamento de quotas ou ações ou atribuição de bonificação.

Extensão das vedações impostas pelo art. 28 às emissoras - art. 40

135. A redação proposta pela Minuta para o art. 40 da ICVM 588 inclui, no seu inciso II, algumas obrigações adicionais às emissoras, no sentido de fazê-las observarem

expressamente alguns limites e requisitos da norma. Aproveitando o ensejo dessa novidade trazida pela Minuta, acreditamos que também devam ser atribuídos às sociedades empresárias de pequeno porte algumas das vedações impostas à plataforma pelo art. 28.

136. Na nossa avaliação, as emissoras deveriam estar sujeitas às vedações dispostas nos incisos I, II, e XV, todos do artigo 28, sem prejuízo da inclusão de outros incisos que esta d. CVM entenda cabíveis. Além disso, sugerimos a inclusão, nesse rol, do dever de contratação do serviço de escrituração, conforme a redação que sugerimos, acima, para um novo inciso VI ao art. 3º. Assim, sugerimos a seguinte redação para o art. 40 da ICVM 588:

Art. 40

Parágrafo único. Também são deveres da sociedade empresária de pequeno porte:

I – a garantia de tratamento equitativo entre os investidores da oferta pública; e

II – o cumprimento do art. 3º, incisos I, ~~V~~ e VI, §§ 3º, 4º e 5º, ~~e~~ do art. 5, inciso III e do art. 28, incisos I, II e XIV.

F. Alterações no Anexo 8

Anexo 8, Seção 1, e)

137. A Minuta propõe a alteração do item e) da Seção 1 do Anexo 8, prevendo que devem ser auditadas, por auditores independentes registrados na CVM, as demonstrações contábeis daquelas sociedades com receita bruta anual superior a R\$ 5 milhões. Entendemos que, conquanto positiva a previsão de auditoria das demonstrações contábeis, o filtro para incidência desta obrigação está demasiadamente baixo, implicando um custo adicional, ao nosso ver, desproporcional e excessivamente oneroso a sociedades empresárias de pequeno porte cujo faturamento não justificaria tal exigência.

138. Cumpre destacar que a Instrução CVM nº 578/16, em seu artigo 8º, dispõe uma série de práticas de governança que devem ser observadas pelas sociedades investidas pelos FIPs, incluindo a obrigação de ter suas demonstrações contábeis auditadas anualmente por auditor independente registrado na CVM. Entretanto, a referida Instrução isenta expressamente dessa obrigação as sociedades investidas por FIP - Capital Semente, as quais devem registrar receita bruta anual igual ou inferior a R\$ 16 milhões, nos termos do inciso II do seu art. 15. Tal critério de isenção, é importante ressaltar, foi resultado de extensas pesquisas e debates com o mercado no âmbito da Audiência Pública SDM 05/15.

139. Assim, considerando a expansão dos limites de receita bruta anual que propomos na quinta seção desta manifestação, propomos que a obrigação de auditoria das demonstrações contábeis seja imposta apenas às sociedades empresárias com receita bruta

anual superior a R\$ 16 milhões, em linha com os critérios delineados pelo supramencionado art. 15, II, da ICVM 578.

140. Diante de todo o exposto, sugerimos a seguinte nova redação para o item e) da Seção 1 do Anexo 8:

Seção 1.

e) demonstrações contábeis elaboradas de acordo com a legislação vigente, sendo que, para as sociedades com receita bruta anual superior a ~~R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais)~~ R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais), as demonstrações devem ser auditadas por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários;

Anexo 8, Seção 1, b)

141. A Minuta propõe a inclusão do item h) na Seção 1 do Anexo 8, prevendo a identificação do prestador de serviço de escrituração dos valores mobiliários. Acreditamos que a referida inclusão é positiva e necessária, mas nos parece que é do interesse dos investidores que o Anexo 8 contenha mais informações a respeito do serviço de escrituração e do contrato firmado entre o emissor e o escriturador.

142. A principal dessas informações, segundo nosso entendimento, seria a indicação de quais valores mobiliários de emissão da sociedade emissora serão objeto do serviço de escrituração contratado. No caso de ações, por exemplo, caberia informar quais ações da sociedade emissora seriam escrituradas: (i) se todas as ações de emissão da empresa, (ii) se somente as ações pertencentes à mesma classe ou espécie das ações distribuídas na oferta; ou, ainda, (iii) se apenas as próprias ações especificamente distribuídas naquela oferta.

143. Assim, propomos a seguinte redação para o item h) da Seção 1 do Anexo 8:

Seção 1.

h) identificação do prestador do serviço de escrituração dos valores mobiliários e dos valores mobiliários objeto do serviço de escrituração, incluindo sua natureza, espécie e classe, quando aplicável.

Anexo 8, Seção 2, f)

144. A nova redação do item f) da Seção 2 do Anexo 8 inclui a necessidade de divulgação da “pretensão de aquisição de outras sociedades”, o que se faz necessário uma vez que a Minuta autoriza a utilização dos recursos da oferta para esse fim, mas acreditamos que a previsão deste item está incompleta, devendo abarcar outras hipóteses mais abrangentes do que apenas a aquisição de outras sociedades.

145. Assim, propomos a seguinte redação para o item f) da Seção 2 do Anexo 8:

Seção 2.

f) a destinação e a forma de uso dos recursos captados, indicando as atividades que serão realizadas nos cenários de captação mínima e máxima, destacando, se for o caso, a pretensão de aquisição ~~de outras sociedades~~, fusão, incorporação ou qualquer outra forma de aporte dos recursos captados na oferta em capital social de outras sociedades;

Anexo 8, Seção 6, g)

146. O item g) da Seção 6 do Anexo 8 foi alterado pela Minuta para fazer incluir nesse documento a existência de planos de remuneração com base em ações ou opções e como o exercício desses planos impacta ou dilui a participação do investidor. Acreditamos que devam ser divulgados não só os planos existentes, mas também eventuais planos em processo de implementação ou negociação, ainda que em fase de ideação. Assim, propomos a redação a seguir para o item g) da Seção 6 do Anexo 8:

Seção 6.

g) informar a eventual existência de planos de remuneração com base em ações ou opções, incluindo aqueles já aprovados ou em fase de implementação ou negociação, e como o exercício desses planos pode materialmente limitar ou diluir a participação do investidor na sociedade;

Anexo 8, Seção 6, l)

147. O novo item I) da Seção 6 do Anexo 8 incluído pela Minuta elenca informações adicionais que devem ser apresentadas caso o objeto da oferta seja títulos de dívida não conversíveis. Em primeiro lugar, acreditamos que esse item deveria ser parte da Seção 3 “Informações sobre o valor mobiliário ofertado”, em lugar da Seção 6 “Aviso sobre riscos”. Em segundo lugar, cumpre apontar que esse item repete algumas informações já presentes em outros pontos do Anexo 8, como: (i) o “valor da emissão”, já presente na Seção 3 sob a rubrica de “valor total da oferta” (item b); (ii) a “destinação dos recursos”, já presente na Seção 2 (item f); (iii) o “valor nominal”, já presente como “preço unitário”, na Seção 3 (item a - talvez aqui faça sentido alterar este item para indicar “preço unitário ou valor nominal, conforme aplicável”; e (iv) a “remuneração”, já presente na Seção 3 (item c, 1 - pode ser interessante acrescentar o novo trecho introduzido pela Minuta "de forma precisa e clara, incluindo, se for o caso, fórmula que seja consistente e passível de verificação" na redação do referido item) .

148. Nesse sentido, sugerimos que esse novo item I) da Seção 6 introduzido pela Minuta seja migrado para a Seção adequada do Anexo 8, qual seja, a Seção 3 “Informações sobre o

valor mobiliário ofertado”, sendo feitos os devidos ajustes redacionais para garantir a melhor coesão do dispositivo com o restante do Anexo 8, conforme acima elencados.

IX. NOVAS PROPOSTAS À ICVM 588

A. Remuneração do Investidor Líder

149. O Edital não trouxe para a discussão do mercado qualquer novidade em relação à figura do investidor líder, mas acreditamos ser necessária uma revisão e atualização também dessa figura, para que ela passe a ser de fato utilizada e, assim, cumpra o meritoso papel previsto na ICVM 588, já que, até agora, teve pouquíssima presença nas ofertas realizadas sob a Instrução.

150. Acreditamos que um dos principais motivos para a subutilização dessa figura seja a vedação, disposta no inciso I do ar. 37 da ICVM 588, ao recebimento de qualquer espécie de remuneração pelo investidor líder além da taxa de desempenho devida pelos investidores sobre eventual ganho de capital auferido com a liquidação dos valores mobiliários adquiridos.

151. A proibição de que o investidor líder receba qualquer remuneração, a não ser a taxa de performance dos investidores, impede uma atuação profissional e estruturada junto aos investidores e às sociedades empresárias de pequeno porte, seja no processo de seleção e estruturação das ofertas, seja no acompanhamento e suporte pós-oferta, como administrador ou consultor da sociedade. Afinal, é bastante custoso manter uma estrutura operacional apta a fazer seleção de boas empresas e originação de bons negócios, cumprir com uma *due diligence* cuidadosa, encontrar investidores interessados e fazer o acompanhamento das empresas e dar suporte aos investidores pós-oferta, sendo a referida proibição praticamente impeditiva à existência de bons líderes neste mercado.

Cobrança de taxas adicionais dos investidores

152. Assim, acreditamos que deve ser permitido ao investidor líder cobrar outras taxas dos investidores que não são somente a taxa de performance, para que o investidor líder possa se profissionalizar e crescer em organização e estrutura. Entendemos as preocupações com eventuais conflitos de interesse, mas acreditamos que os requisitos e limites já existentes aos investidores líderes, bem como as características deste mercado, mitigam esses eventuais conflitos, que restam balanceados pelo considerável ganho em profissionalização e expansão da utilização dessa figura.

153. Em primeiro lugar, cumpre observar que o mercado de *venture capital* e investimentos anjo, o qual o *crowdfunding* integra, é muito marcado por reputação, e o objetivo de manter um bom histórico de investimentos consiste em um estímulo relevante ao alinhamento de interesses entre o investidor líder e os investidores do sindicato. Afinal, é apenas com base na acumulação de casos de sucesso que o investidor líder pode de fato

ganhar relevância e destaque no mercado. Em segundo lugar, o fato de existir uma cobrança baseada no ganho de capital dos investidores, a taxa de performance, garante que o investidor tenha um interesse material no desenvolvimento e sucesso da sociedade emissora. Por fim, a obrigação de que o líder invista pelo menos 5% do valor alvo mínimo de cada oferta em que participe assegura uma expressiva exposição de risco de seu capital na emissora, criando um reforço adicional no alinhamento de seus interesses com os dos demais investidores.

154. Assim, a fim de garantir o aprimoramento e uma maior profissionalização da figura do investidor líder no mercado, propomos a revogação do inciso I do art. 37 e as seguintes alterações no art. 35, § 4º e no subitem 3 do item h) da seção 4 no anexo 8, de modo a permitir a remuneração do investidor líder para além da taxa de performance:

Art. 37.....

I – **REVOGADO**

Art. 35.....

§ 4º Admite-se o pagamento da taxa de desempenho devida pelos investidores apoiadores ao investidor líder e à plataforma, **bem como o pagamento de uma taxa de sucesso da captação do valor alvo**, inclusive por meio de valores mobiliários emitidos pela sociedade empresária de pequeno porte.

Seção 4.

h)

3. **montantes e métodos de cálculo da taxa de desempenho (performance) e da taxa de sucesso da captação do valor alvo**, se houver;

Remuneração pela emissora ou plataforma

155. Alternativamente, caso a CVM, em razão das preocupações com conflitos de interesse, ou por uma eventual equiparação do investidor líder às figuras de gestor de carteira ou de consultor de valores mobiliários, ou por qualquer outro motivo, entenda incabível a sugestão feita acima, entendemos que deva ser ao menos permitido ao investidor líder ser remunerado pela sociedade emissora e/ou pela plataforma.

156. Entendemos que a ampla vedação prevista no inciso I do art. 37, se interpretada de maneira literal, impede qualquer tipo de remuneração do investidor líder, também pela sociedade emissora, o que entendemos não se alinhar ao papel previsto na norma para o investidor líder, que inclui a atuação junto à sociedade empresária de pequeno porte após o

encerramento da oferta, “aplicando seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamento visando aumentar as chances de sucesso da sociedade”.

157. Ora, se a norma prevê a atuação do investidor líder junto às emissoras, em benefício dos empreendedores e dos investidores interessados no seu sucesso, também é do melhor interesse da empresa e dos investidores que essa atuação se dê de forma profissional e estruturada, o que só é possível se as sociedades empresárias de pequeno porte puderem remunerar os investidores líderes por essa atuação, seja como consultores, assessores ou mesmo como administradores da sociedade (como membros do conselho de administração, por exemplo).

158. Da mesma forma, entendemos que a interpretação literal da referida vedação também impede a remuneração do investidor líder pela plataforma, o que tampouco entendemos se alinhar ao importante papel desempenhado pelo investidor líder na originação de bons negócios e seleção de emissoras para captarem junto à plataforma, podendo, inclusive, auxiliar na realização da diligência da sociedade emissora e na estruturação dos termos da oferta.

159. Assim, a ampla vedação atual a qualquer tipo de remuneração, além daquela devida pelos investidores em razão de eventual ganho de capital, acaba por inviabilizar que o investidor líder participe dos negócios das emissoras de forma profissional, aumentando suas chances de sucesso. De outro modo, tal vedação também dificulta que as plataformas possam atuar de forma coordenada com os investidores líderes para fins de originar e selecionar boas empresas, analisar e validar seus negócios e estruturar os termos de suas ofertas. Para contornar isso, sugerimos que a vedação genérica a receber qualquer outra remuneração seja substituída pela vedação a receber qualquer outra remuneração dos investidores, liberando o investidor líder para ser remunerado pela emissora e/ou pela plataforma pela sua participação nos seus negócios. Nesse sentido, sugerimos a seguinte redação para o art. 37, inciso I:

Art. 37.....

I – recebimento de qualquer espécie de remuneração dos investidores, exceto pela taxa variável de desempenho em função do retorno dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores apoiadores do sindicato;

B. Possibilidade de consulta sobre a viabilidade da oferta (*testing-the-waters*)

160. Considerando que o *crowdfunding* constitui uma modalidade de investimento muito nova e ainda pouco conhecida pelos investidores, é comum que sociedades de pequeno porte tenham receio de não conseguirem concluir sua oferta com êxito e, por isso, deixem, inclusive, de considerar a captação de investimento nesse mercado como viável. Assim, uma das grandes razões que contribuem ao atual cenário de seleção adversa de empresas no *crowdfunding* é o receio que muitos bons empreendedores têm de se expor a mercado e

falharem em público, já que hoje não há qualquer garantia, ou mesmo indicação, de que conseguirão de fato concluir suas captações. Afinal, o fracasso de uma oferta pública, aberta a todo o mercado, pode ser não somente embaraçoso, mas mesmo fatal para determinadas empresas, especialmente considerada toda a exposição e disclosure associados ao processo.

161. Ademais, o processo de interlocução com investidores e *players* estratégicos, especialmente aqueles que detêm maior conhecimento sobre investimentos anjo no geral ou sobre o mercado ou o negócio específico da sociedade emissora, pode ser essencial para que a oferta seja estruturada sob termos justos e adequados, fundamentados em interlocuções privadas com pessoas capacitadas e experientes, garantindo, desse modo, a melhor adequação possível da oferta aos investidores.

162. Nesse sentido, com o objetivo de tornar esse mercado mais atrativo, sugerimos que a ICVM 588 preveja a possibilidade de consulta prévia sobre a viabilidade da oferta junto a potenciais investidores, em analogia ao permitido pelo art. 43 da ICVM 400. Entendemos que tal previsão garantiria maior segurança e conforto aos empreendedores, que teriam maior certeza sobre a viabilidade de sucesso de suas ofertas antes de abri-las ao público, reduzindo, inclusive, custos de preparação e de efetiva realização das ofertas públicas. Essa previsão poderia, ainda, reduzir o risco de custos reputacionais oriundos de ofertas mal sucedidas. Contribuiria, ainda, para que ofertas de má qualidade nem chegassem a ser abertas em primeiro lugar, promovendo a profissionalização do mercado de *crowdfunding* e a sua melhoria reputacional. Por fim, conforme exposto acima, permitiria também uma melhor adequação dos termos da oferta antes de sua abertura, contribuindo para que os investidores possam participar de rodadas mais justas e bem estruturadas. Cumpre destacar que a maior parte desses benefícios foram utilizados pela SEC para justificar sua proposta de inclusão de previsão sobre *testing-the-waters* no *Regulation Crowdfunding*²⁰, em termos similares ao que já é previsto hoje no *Regulation A+* dos EUA, no seu artigo 17, CFR §230.255.

163. Dessa forma, tomando como parâmetro as disposições da ICVM 400 e da legislação norte-americana supracitada, propomos sejam definidas algumas regras e limitações ao direito de consulta prévia sobre viabilidade da oferta, visando a proteção dos potenciais investidores e a higidez do mercado. Neste sentido, sugerimos que seja permitida à sociedade de pequeno porte e à plataforma consultarem até 50 (cinquenta) potenciais investidores para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública, bem como que seja mantida uma lista detalhada com informações sobre as pessoas consultadas, a data e hora em que foram consultadas, bem como a sua resposta quanto à consulta.

²⁰ Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets. **Securities Exchange Commission**, 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2020/33-10763.pdf>

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

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

166. À luz do exposto acima, propomos a inclusão das seguintes disposições na ICVM 588:

“CONSULTA SOBRE VIABILIDADE DA OFERTA

Art. [-]. É permitida a consulta a potenciais investidores pela sociedade empresária de pequeno porte, pela plataforma ou pelo investidor líder para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição, devendo esta consulta não exceder 50 (cinquenta) investidores e ter critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo, desde que já tenha havido a contratação prévia da plataforma pela sociedade empresária de pequeno porte.

§1º A consulta a potenciais investidores não poderá vincular as partes, sob pena de caracterizar distribuição irregular de valores mobiliários, sendo vedada a realização ou aceitação de ofertas, bem como o pagamento ou o recebimento de quaisquer valores, bens ou direitos de parte a parte.

§2º Durante a consulta a potenciais investidores, a sociedade empresária de pequeno porte, a plataforma e o investidor líder deverão se acautelar com seus interlocutores de que a intenção de realizar a oferta pública de distribuição seja mantida em sigilo até o encaminhamento do formulário constante do Anexo 27-I à CVM e

a regular divulgação da oferta ao mercado, nos termos desta Instrução.

§3º A sociedade empresária de pequeno porte, a plataforma e o investidor líder deverão manter lista detalhada com informações sobre as pessoas consultadas, a data em que foram consultadas, a sua resposta quanto à consulta, bem como cópia dos materiais e informações utilizados.”

167. Adicionalmente, sugerimos as seguintes redações complementares ao art. 8, §2º da ICVM 588:

“Art. 8º

§ 2º

IV – materiais utilizados para realização de consulta sobre viabilidade da oferta, nos termos desta Instrução, incluindo a transcrição de apresentações orais; e

†V – outros documentos relevantes à tomada de decisão de investimento.”

C. “Autoinvestimento”

168. Como a própria ICVM 588 aponta em seu art. 25, inciso V, o maior mitigador dos riscos envolvidos no investimento em sociedades empresárias de pequeno porte é a constituição de um portfólio diversificado, de modo que o investidor dilua sua exposição ao investir em ofertas de múltiplas emissoras. Uma pesquisa realizada pelo AngelList, plataforma de investimentos que conecta investidores e startups nos EUA, constatou, ao analisar milhares de rodadas de investimento realizadas por meio de sua plataforma nos últimos anos, que, ao investir em empresas em estágio semente, a enorme maioria dos investidores obteria retornos superiores sobre seus investimentos caso investissem de forma indiscriminada em todas as rodadas minimamente viáveis a que tivessem acesso, ao invés de investir conforme critérios específicos de seleção²¹. A pesquisa demonstra, por meio de extensiva análise de dados, que os investidores quase nunca conseguem “bater o índice”, reforçando a fundamental importância da diversificação para a garantia de retorno sobre os seus investimentos.

169. Acreditamos que faltam à atual estrutura desenhada pela norma alguns incentivos a essa diversificação, havendo mesmo alguns óbices a tanto. Nesse sentido, entendemos que seria positivo ao mercado e aos próprios investidores que estes pudessem optar por participar de um programa que lhes permita diversificar seu portfólio de acordo com critérios pré-estabelecidos, incluindo montante investido por oferta e características da

²¹ Startup Growth and Venture Returns. Abraham Othman Ph.D. — Head of Data Science, AngelList. December 2019. Disponível em: <https://angel.co/pdf/growth.pdf>

empresa e do setor de interesse. Algumas das maiores plataformas de *crowdfunding* estrangeiras, como a Seedrs²², a SeedInvest²³ e a Republic²⁴, disponibilizam um programa de "autoinvestimento" aos seus investidores, de modo a auxiliá-los na diversificação de seu portfólio.

170. Por meio desse programa, o investidor pré-selecionaria os critérios a serem atendidos pelas empresas investidas e depositaria em uma conta de pagamentos de sua titularidade, de livre movimentação, o montante que tivesse interesse em investir, podendo acompanhar seus investimentos automáticos na plataforma à medida que as ofertas fossem sendo divulgadas. Inclusive, poderia a própria plataforma impor critérios adicionais para fins de ativação do “autoinvestimento”, como faz a Republic, por exemplo, ao impor que apenas ofertas que tenham captado no mínimo USD150.000,00 junto a pelo menos 100 investidores, atingindo uma marca mínima de 2x (duas vezes) o valor alvo mínimo da oferta, podem ser “autoinvestidas”.

171. Nesse contexto, ao invés de precisar fazer um *opt-in* a cada nova oferta, o que demanda grandes esforços de distribuição pelas plataformas, além de exigir que o investidor esteja sempre atento às novidades da plataforma para construir o seu portfólio, o investidor receberia uma notificação por e-mail sempre que um autoinvestimento fosse completado, tendo a possibilidade de fazer um *opt-out* caso não se interessasse pela oferta, cancelamento este que poderia ser feito sem custos até o seu encerramento.

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

173. É importante ressaltar que não propomos aqui, ao menos neste primeiro momento, que seja realizada uma drástica alteração da norma para viabilizar a constituição desses programas no Brasil. Entendemos que a assinatura dos investidores ao termo de ciência de risco e ao contrato de investimento, nos termos dos arts. 19, IV, e 3º, § 2º, II, da ICVM 588, deve continuar sendo necessária, de modo a garantir a confirmação de seu investimento. Sob esse modelo, o “autoinvestimento” serviria ao atingimento dos benefícios expostos acima, ao mesmo tempo em que não implicaria uma gestão

²² AutoInvest FAQ – What and how. Seedrs, 2019. Disponível em:

<<https://help.seedrs.com/en/articles/2241797-autoinvest-faq-what-and-how>>, acesso em 23/06/2020.

²³ BUILD a diversified startup portfolio with ease: Get started with Auto Invest. Seedinvest, 2019. Disponível em:<<https://www.seedinvest.com/auto>> . Acesso em: 23/06/2020

²⁴ Autopilot - Automatically build a diversified startup portfolio: Autopilot allows you to invest in some of the most successful Republic campaigns. Disponível em:<<https://republic.co/autopilot/intro>> . Acesso em: 01/07/2020

discricionária dos recursos pela plataforma ou pelo investidor líder nem suprimiria o poder de escolha do investidor.

174. Nesse contexto, para viabilização do modelo proposto, entendemos que devam apenas ser suprimidas as atuais vedações que impedem a plataforma de disponibilizar mecanismos de aplicação automática em uma ou mais ofertas e de solicitar transferência de recursos dos investidores antes do início da oferta pública.

175. Desse modo, sugerimos as seguintes alterações no art. 3º, §2º, I, bem como a exclusão dos incisos XIII e XV do art. 28 na ICVM 588:

Art. 3º.

§ 2º A confirmação de investimento a que se refere o inciso III corresponde a uma ação do investidor, em que ele se compromete firmemente a participar da oferta, por meio da:

I – transferência de recursos, desde que especificamente destinados pelo investidor àquela oferta;

Art. 28. Na condução de suas atividades, as plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários não podem:

~~XIII – disponibilizar mecanismos que permitam que investidores realizem aplicações automáticas em uma ou mais de uma oferta;~~

~~XV – solicitar transferência de recursos de investidores antes do início de oferta pública;~~

D. Codistribuição entre plataformas

176. Apesar de aumentar os limites de captação - ainda que de maneira tímida, como defendido acima -, entendemos que a Minuta deixou de criar mecanismos de estímulo e facilitação à distribuição de ofertas, os quais se fazem extremamente necessários, considerando que as plataformas também são startups com recursos escassos e acesso limitado ao público geral de investidores no país, e que o *crowdfunding* constitui uma modalidade de investimento muito nova e pouco conhecida pelos investidores em geral, e que, infelizmente, ainda é estigmatizada no mercado. Como uma solução, sugerimos que as plataformas possam atuar em conjunto na codistribuição das ofertas, em modelo semelhante ao de sindicato de bancos utilizado hoje em IPOs no Brasil.

177. Para viabilizar esse modelo, entendemos que uma sociedade emissora que deseje realizar uma oferta pública que conte com a distribuição por mais de uma plataforma deveria eleger uma plataforma líder que estaria sujeita a obrigações especiais, assim como fazem a Instrução CVM 400/2003 e a Instrução CVM 476/2009. Entendemos que, com

esse modelo, a sociedade emissora e o mercado como um todo estariam melhor assistidos, pois sempre haveria uma plataforma responsável por garantir a idoneidade, correção e o bom andamento da oferta, coordenando os esforços de diligência e colocação e podendo, inclusive, ser responsabilizada pela CVM por eventuais falhas na condução da oferta.

178. Nesse sentido, destacamos abaixo a estrutura regulatória que entendemos por adequada para viabilizar este modelo, bem como obrigações que, de acordo com o nosso entendimento, deveriam ser atribuídas pela norma a cada um dos agentes que venham a atuar nessa estrutura. Optamos, nesse sentido, por atribuir obrigações especiais e mais gravosas à plataforma líder, na figura de última responsável pela correção da oferta, sem prejuízo de as plataformas codistribuidoras serem responsabilizadas por seus respectivos atos ou omissões, nos termos do contrato de distribuição ou conforme assim entendido pela CVM, e outras obrigações secundárias a serem compartilhadas entre todas as plataformas participantes do sindicato.

Celebração de contrato de distribuição

179. Para fins de constituição de um sindicato de plataformas, entendemos que seria adequado exigir a assinatura de um contrato de distribuição entre a plataforma líder, as demais plataformas e a sociedade empresária de pequeno porte, de modo que tal contrato, além de estabelecer direitos e obrigações entre as partes, especialmente no que se refere à forma de colocação e distribuição dos ativos ofertados e possível rateio em caso de sobras, deveria conter também as disposições exigidas pelo art. 20 da ICVM 588. Sugerimos, ainda, que o Anexo 27-I e o Anexo 8 passem a exibir a relação de todas as plataformas participantes do sindicato de distribuição.

Remuneração das plataformas

180. No que se refere à remuneração a ser paga pela sociedade emissora e/ou pelo investidores, nos termos da Seção 8 do Anexo 8 da ICVM 588, esta deverá ser cobrada de forma única e consolidada para todo o sindicato, devendo as próprias plataformas definir entre si, no contrato de distribuição, a forma de repartição da remuneração devida a cada uma em razão da oferta. Assim, garantir-se-ia tratamento equitativo a todos os investidores participantes da oferta.

Páginas na rede mundial de computadores

181. Compartilhamos da preocupação da CVM em manter uma única página na rede mundial de computadores que contenha as informações essenciais sobre a oferta, conforme exige o art. 8º da ICVM 588. Assim, entendemos que deveria ser atribuída à plataforma líder estruturar e manter essa página, nos termos dos arts. 8º e 9º da ICVM 588. Não obstante, para que seja viabilizada a codistribuição por outras plataformas, deveria ser permitido a cada uma delas que mantenha sua própria página de comunicação sobre a oferta - o “Perfil da Oferta” -, a qual, além de apresentar a oferta no formato de marketing e publicidade mais adequado aos investidores daquela plataforma (sempre observada,

porém, a consistência entre os conteúdos das diferentes plataformas integrantes do sindicato), deverá garantir um redirecionamento à página da plataforma líder que contenha as informações essenciais da oferta, seja por meio de um link (URL) externo, seja através de alguma integração entre as plataformas via API (“*Application Programming Interface*” ou “Interface de Programação de Aplicativos”). De qualquer modo, a hospedagem e o tratamento das informações essenciais da oferta seriam feitos exclusivamente pela plataforma líder, garantindo-se, assim, a sua correção e harmonização.

182. Visando a prestação de informações completas aos investidores, sugerimos, ainda, caso esta solicitação seja acolhida, que o Anexo 8 passe a ter uma seção intitulada “Informações sobre o sindicato de plataformas, se houver”, por meio da qual a plataforma líder indicaria todas as plataformas participantes do sindicato, bem como informações sobre a alocação de distribuição dentre elas.

183. Sem prejuízo do exposto acima, entendemos que todas as plataformas deveriam manter informado, em seu respectivo Perfil da Oferta, com atualizada mínima diária, o montante total correspondente ao investimento confirmado na oferta, possibilitando a comparação diária deste valor com os valores alvo mínimo e máximo da captação, nos termos do inciso II do art. 5º da ICVM 588. Entendemos que tal integração poderia ser facilmente realizada via implementação de APIs entre as plataformas. Quanto ao pacote mínimo de documentos exigido pelo § 2º do art. 8º, sugerimos que sejam disponibilizados pela plataforma líder na própria página de informações essenciais sobre a oferta, para ser de fácil acesso a todos os investidores.

Comunicação

184. No mesmo sentido da sugestão anterior, sugerimos que seja mantido um único e centralizado fórum eletrônico de discussão para a oferta, nos termos do inciso VI, art. 19, da ICVM 588, o qual também deverá ser hospedado na página das informações essenciais da oferta gerida pela plataforma líder. Nesse sentido, o art. 30 da ICVM 588 continuaria sendo observado por todas as plataformas e seus respectivos sócios, administradores e funcionários, que seriam identificados como tal sempre que enviassem mensagens por meio do fórum eletrônico.

185. Ainda, nesse modelo, cada plataforma ficaria responsável por sua própria comunicação, respeitando as regras de divulgação da oferta nos termos do art. 11 da ICVM 588, bem como as formas de comunicação estabelecidas nos arts. 30 e 31 da ICVM 588.

Termo de ciência de risco, contrato de investimento e outras declarações dos investidores

186. Sugerimos que todas as plataformas que participem da distribuição da oferta pública sejam responsáveis por cumprir o parágrafo único do atual art. 4º da ICVM 588, devendo cada plataforma verificar o montante aplicado pelo investidor em ofertas conduzidas em seu ambiente e receber as respectivas declarações de que tratam esse dispositivo. Neste mesmo sentido, entendemos que cada plataforma deveria receber o

termo de ciência de risco que trata o inciso I do art. 5º da ICVM 588. Sugerimos, ainda, que a plataforma líder seja responsável por consolidar esses documentos e garantir que estão de acordo com a norma.

187. Além disso, entendemos que, independentemente da forma como realizada a assinatura dos contratos de investimento pelos investidores, a qual ficaria a cargo do sindicato decidir, a plataforma líder deve ser responsável por garantir a assinatura, conciliação e guarda dos contratos de investimento pelos investidores.

Conciliação de investimentos pela plataforma líder

188. Para fins de conciliação e alocação dos investimentos, entendemos que as plataformas participantes da distribuição deveriam encaminhar os termos, contratos e declarações, como explicado acima, à plataforma líder, a qual, por sua vez, seria responsável por realizar a conciliação dos investimentos e as respectivas alocações das reservas, bem como operacionalizar eventuais rateios de distribuição em caso de haver sobras entre as plataformas. Acreditamos que aqui, também, a implementação de APIs entre os sistemas das plataformas possibilitaria uma integração rápida, fácil e automática entre as plataformas, mitigando riscos de morosidade ou de desencontro de informações.

Dever de diligência

189. Entendemos que as obrigações constantes do inciso I do art. 19, ICVM 588, que tratam do dever de diligência da plataforma e da sua responsabilidade pela falta de diligência ou omissão, deveriam ser atribuídas à plataforma líder, sem prejuízo do contrato de distribuição prever a responsabilização solidária entre todas as plataformas. De todo modo, a plataforma líder seria responsável, perante a CVM, por tais obrigações.

Informações contínuas e demais comunicações posteriores ao encerramento da oferta

190. Quanto à fiscalização da disponibilização pela sociedade emissora das informações contínuas e demais comunicações previstas nos arts. 20, 21 e 22 da ICVM 588, entendemos que tais informações deveriam ser divulgadas por todas as plataformas aos seus respectivos investidores por meio da página da oferta no site da plataforma, ficando a plataforma líder responsável por garantir que a sociedade emissora não esteja inadimplente, bem como que todas as outras plataformas estejam realizando as devidas divulgações tempestivamente e nos termos da ICVM 588. Não obstante, poderia o sindicato eleger um terceiro prestador de serviço ou escolher um ambiente centralizado de comunicação por meio do qual todos os investidores da oferta poderiam acessar tais informações de forma consolidada, como já previu a própria CVM no item 6.10 do Relatório de Análise de Audiência Pública SDM nº 06/16.

191. Por fim, todas as plataformas integrantes do sindicato deveriam cumprir com o disposto no art. 24 da ICVM 588 caso a sociedade emissora esteja inadimplente com a prestação das informações periódicas.

Fiscalização do sindicato de investimento participativo e do investidor líder

192. No que tange à fiscalização da atuação do investidor líder e do sindicato de investimento participativo, entendemos que a plataforma líder deveria ficar responsável por garantir o cumprimento dos arts. 19, VII e VIII, 34 e 37 da ICVM 588, sem prejuízo das demais plataformas participantes do sindicato também observarem o disposto no art. 19, VIII, da ICVM 588 no que se refere à atuação do investidor líder em seu ambiente, podendo também constar como partes do contrato com o investidor líder indicado pelo art. 37 da ICVM 588, o que ficaria à escolha do sindicato.

Escrituração

193. Quanto à obrigação da plataforma assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração, nos termos do novo 19, XV, introduzido pela Minuta, entendemos que essa garantia deveria ser prestada pela plataforma líder.

Intermediação de negociações secundárias

194. Tendo em vista a introdução, pela Minuta, da possibilidade de intermediação de negociações secundárias pela plataforma, entendemos que a plataforma líder seria a mais apta a desempenhar tal função. Não obstante, caso seja acolhida nossa sugestão exposta acima, de modo a permitir que a sociedade emissora tenha liberdade para escolher a plataforma que realizará a intermediação de negociações secundárias de seus ativos, entendemos que a emissora poderia eleger outra plataforma para tal função, independentemente de ter participado da distribuição da respectiva oferta.

Tratamento equitativo dos destinatários da oferta

195. Entendemos que a obrigação constante do art. 18 da ICVM 588, que trata da divulgação de todas as informações relativas à oferta de forma equitativa a todos os seus destinatários, deveria ser aplicada a todas as plataformas.

Vedações

196. Naturalmente, entendemos que todas as plataformas deveriam ser submetidas às vedações constantes do art. 28 da ICVM 588.

Encerramento, suspensão ou cancelamento da oferta

197. Sugerimos que todas as plataformas integrantes do sindicato devam cumprir os incisos IV e os §§ 1º e 2º do art. 5º da ICVM 588, de modo a divulgar o encerramento da oferta em suas páginas na internet e garantir que os recursos dos investidores não sejam disponibilizados à sociedade emissora antes do encerramento com êxito da oferta. Por outro lado, entendemos que a plataforma líder deveria ficar responsável por supervisionar e garantir a realização de quaisquer transferências de recursos entre os investidores e a sociedade emissora. Nesse sentido, a plataforma líder seria responsável por garantir o

cumprimento do inciso V do art. 5º da ICVM 588, tomando todas as providências necessárias para a transferência do montante final investido, seja para a sociedade emissora, em caso de êxito da oferta, ou para os investidores, em caso de insucesso.

198. Da mesma forma, entendemos que todas as plataformas devem ser obrigadas, na forma do art. 7º da ICVM 588, a divulgar a suspensão ou o cancelamento da oferta decretado pela CVM e tomar todas as providências necessárias para garantir a restituição integral dos valores investidos a seus respectivos investidores.

199. Além disso, cada plataforma ficaria responsável, perante a CVM e às demais plataformas integrantes do sindicato, por relatar à autarquia e às demais plataformas quaisquer infrações ou irregularidades que venha a identificar no âmbito da oferta, podendo inclusive suspender a distribuição em seu ambiente, nos termos do art. 19, V, da ICVM 588.

Guarda de informações

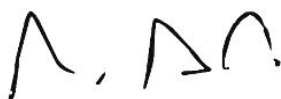
200. Quanto à guarda de informações, entendemos que o art. 38 da ICVM 588, que determina que as plataformas de investimento coletivo devem mantê-la pelo prazo mínimo de 5 anos contado a partir da data de encerramento da oferta, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, deveria ser aplicado a todas as plataformas, em relação às informações e documentos coletados em seus respectivos ambientes, ficando a plataforma líder responsável por sua consolidação e guarda completa após o encerramento da oferta.

Conclusão

201. Destacamos que a separação de responsabilidades e atribuições apresentada acima não têm o intuito de exaurir os dispositivos da ICVM 588, mas sim de dar substâncias e fundamentos para que essa d. CVM elabore a estrutura obrigacional desse modelo, o qual, reforçamos, acreditamos pode vir a ser muito benéfico para o desenvolvimento do mercado de *crowdfunding* nacional.

Sendo o exposto acima tudo o que lhe pareceu caber nesta manifestação, o Basement renova seus votos de profunda estima e consideração.

Atenciosamente,



BASEMENT SOLUÇÕES DE CAPTAÇÃO E REGISTRO LTDA.

Frederico Plass Rizzo