

Salvador / BA, 24 de julho de 2020.

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
Centro, Rio de Janeiro - RJ  
CEP 20.050-901

Att.: Ilmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger  
**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado**  
[audpublicaSDM0220@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0220@cvm.gov.br)

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

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

A **BTR SERVICOS DE PLATAFORMA ELETRONICA E CONSULTORIA EMPRESARIAL LTDA (“BLOXS”)**, pessoa jurídica de direito privado, inscrita no CNPJ sob o nº 29.131.261/0001-22, com sede na Av. Tancredo Neves, nº 2539, Edf. CEO, Torre Londres, sala 1914, Caminho das Árvores, na cidade Salvador, no Estado da Bahia, CEP 41.820-021, devidamente registrada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro, nos termos da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 (“ICVM 588”), **em conjunto com o COSTA OLIVEIRA ADVOGADOS (“COADVS”)**, pessoa jurídica de direito privado, inscrita no CNPJ sob o nº 01.852.440/0001-30, com sede na Av. Luis Viana, nº 6462, Edf. Empresarial Wall Street Manhattan, Torre West, salas 319-322, Patamares, na cidade Salvador, no Estado da Bahia, CEP 41.680-400 vem, respeitosamente, com fundamento no Edital de Audiência Pública SDM n 02/2020 (“Minuta”), submeter a esta D. CVM comentários, ajustes e sugestões relacionadas às propostas de revisão da ICVM 588.

No intuito de aperfeiçoar a compreensão dos ajustes e revisões propostos, seguem alguns comentários e fundamentos destrinchados em diferentes tópicos, visando, exclusivamente, o desenvolvimento da indústria do *crowdfunding*, que se apresenta hoje como uma excelente alternativa de acesso de pequenas e médias empresas brasileiras ao mercado de capitais.

## **1. EXPANSÃO DOS LIMITES**

### **1.1 Elevação do valor máximo de captação por exercício, de R\$ 5M para R\$ 10M:**

#### **Dispositivo: Art. 3, inciso I.**

A Minuta propõe elevar o limite máximo de captação de R\$ 5 milhões para R\$ 10 milhões. A CVM considera que, apesar do novo valor proposto se encontrar muito acima dos valores atualmente verificados nas ofertas por meio do crowdfunding, a elevação deste limite, em conjunto com o aumento proposto para a receita bruta anual dos Emissores, faria com que um conjunto mais abrangente de empresas fosse elegível para realizar captações via crowdfunding.

Entretanto, é importante analisar que a limitação da receita bruta em R\$ 10 milhões representava um grande entrave para as plataformas, no sentido de identificar empresas atrativas e consolidadas no mercado e que fossem elegíveis a esse tipo de captação. Certamente, a revisão deste limite, aliado à importância do setor para o aquecimento da economia nacional, especialmente em decorrência dos efeitos ocasionados pela pandemia do COVID-19, irão elevar consideravelmente a procura por esse mercado.

Sendo assim, sugerimos que o limite máximo de captação seja revisto para o montante de R\$ 20 milhões, alinhando-se, inclusive, às atuais práticas internacionais deste mercado, cujos valores de captação costumam ser superiores a R\$ 20 milhões ou simplesmente não possuem limites, como é o caso da Itália e da França, por exemplo.

### **1.2 Elevação da receita bruta anual do emissor, de R\$10M para R\$ 30M:**

#### **Dispositivo: Art. 2, inciso III.**

A segunda sugestão da Minuta propõe a elevação da receita bruta anual de R\$ 10 milhões para R\$ 30 milhões, para fins do enquadramento de uma empresa como sociedade empresária de pequeno porte. Segundo esta D. CVM, tal mudança está relacionada às dificuldades relatadas pelas Plataformas para realizar a captação de empresas consideradas mais atrativas, especialmente em ofertas relacionadas ao setor imobiliário.

De fato, o limite de receita bruta anual do emissor protagonizou um grande empecilho para empresas de pequeno e médio porte captarem recursos para a expansão de seus projetos. Muitos empresários interessados neste mercado, ficaram restritos aos modelos tradicionais de empréstimo/financiamento bancários, cujas taxas de juros costumam ser bastante elevadas.

Por esta razão, sugerimos que os limites de receita bruta anual de sociedades empresárias de pequeno porte sejam equiparados aos limites previstos no art. 15, da ICVM 578 para as companhias ou sociedades limitadas investidas pelo FIP – Capital Semente, adicionando-se à ICVM 588, inclusive, as mesmas práticas de governança exigidas na referida norma. Tais regras se somariam à exigência de escrituração de valores mobiliários, já proposta pela Minuta, limitando-se, contudo, apenas às sociedades que possuam receita bruta anual superior a R\$ 16 milhões de reais e/ou que tenham seus valores mobiliários intermediados para negociação secundária pelas Plataformas.

Assim, teríamos:

- a. Sociedades com receita bruta anual de até R\$ 16 milhões apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta – estas dispensadas de seguir práticas de governança mínimas;
- b. Sociedades com receita bruta maior que R\$ 16 milhões e até R\$ 300 milhões, anual, apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta – obrigadas a adotar práticas de governança, tais como: (i) assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração, conforme regulamentação específica da CVM; (ii) disponibilização para os acionistas de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da sociedade; (iii) no caso de obtenção de registro de companhia aberta categoria A, obrigar-se, perante os investidores subscritores de valores mobiliários na oferta de crowdfunding, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade administradora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo (a) proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; (b) estabelecimento de um mandato unificado de até 2 (dois) anos para todo o Conselho de Administração, quando existente; e (c) adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; e (iv) realizar auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

### 1.3 Elevação da receita bruta anual do grupo econômico:

#### **Dispositivo: Art. 2, parágrafo 3.**

Sobre a possibilidade de expansão do limite da receita bruta anual do grupo econômico, motivada especialmente pelas peculiaridades do mercado imobiliário – que, em média, atingem a receita bruta consolidada de R\$ 60 milhões em apenas 2 (dois) empreendimentos imobiliários de pequeno ou médio

porte – seguindo a lógica dos parágrafos antecedentes, sugerimos a criação de dois grupos de sociedades empresárias de pequeno porte:

- a. Sociedades com receita bruta anual de até R\$ 16 milhões apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta – não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresente ativo total superior a R\$ 80 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 100 milhões no encerramento do exercício social anterior à oferta;
- b. Sociedades com receita bruta anual de até R\$ 300 milhões apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta – não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresente ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões no encerramento do exercício social anterior à oferta;

Em ambos os casos, os limites de grupo econômico não seriam aplicados quando a sociedade empresária de pequeno porte for controlada por um fundo de investimento, desde que as demonstrações contábeis desse fundo não sejam consolidadas nas demonstrações contábeis de qualquer de seus cotistas, hipótese em que a sociedade investida se sujeitaria aos limites de grupo econômico.

## **2. EXPANSÃO DAS POSSIBILIDADES DE DIVULGAÇÃO DA OFERTA**

### **Dispositivo: Art. 11.**

No que diz respeito à expansão das possibilidades de divulgação das ofertas de crowdfunding, a Minuta reconhece a necessidade de ampliação das possibilidades de divulgação como forma de permitir que as ofertas atinjam um contingente maior de investidores, facilitando que o novo valor alvo máximo das ofertas possa ser alcançado.

A minuta propõe que as ofertas possam ser divulgadas livremente, inclusive com a utilização de material publicitário, desde que referidas publicidades se restrinjam a um conteúdo máximo de informações e que haja um direcionamento do investidor para a página da Plataforma na internet, onde estarão disponíveis as informações essenciais da oferta. Tais informações devem permanecer divulgadas apenas no ambiente oficial da Plataforma, a fim de evitar que o esforço de venda e a interface com o investidor sejam realizadas por participantes não regulados.

Assim, gostaríamos de esclarecer com esta D. Autarquia, sobre as seguintes possibilidades:

- a. É possível adotar o procedimento previsto no art. 43, da ICVM n. 400, que permite a consulta a potenciais investidores pelo ofertante ou pelo intermediário líder para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de valores mobiliários para as ofertas reguladas pela ICVM 588?
- b. É possível divulgar dados do setor/segmento de atuação da potencial emissora e dados da potencial emissora e do projeto que estarão captando recursos anteriormente ao início da oferta, desde que observadas as regras da ICVM 400?
- c. em caso positivo, seria possível fazer a consulta (a) a potenciais investidores fora do ambiente da plataforma (instagram, facebook, landing pages, google); (b) em eventos presenciais gravados; (c) coletando dados (email/telefone) de eventuais interessados na oferta pública, em caráter não vinculante; e (d) em igual formato ao utilizado na oferta os detalhes de expectativa de rentabilidade, prazos e demais dados financeiros?

### **3. PROTEÇÃO DE INVESTIDORES**

#### **3.1 Escrituração de valores mobiliários:**

Uma das inovações relacionadas com a maior proteção ao investidor diz respeito à inclusão da obrigação dos emissores de realizarem a escrituração dos seus valores mobiliários, por meio da contratação de um escriturador registrado na CVM. A escrituração proposta pela Minuta seria exigida do emissor desde o momento da oferta pública e durante toda a existência do valor mobiliário ofertado.

Entretanto, apesar de entender o racional desta proposta, especialmente em meio à uma proposta de início de intermediação secundária facilitada pelas Plataformas, tal exigência aumentará consideravelmente os custos das ofertas públicas, inviabilizando o acesso de micro e pequenas empresas a este mercado.

Em que pese a própria minuta proponha também a alteração da ICVM n. 543, para permitir que, no caso dos valores mobiliários ofertados por meio do crowdfunding, o serviço seja prestado por pessoa jurídica que não seja instituição financeira, mediante adoção de tecnologias inovadoras, há de se considerar que não existe ainda no Brasil empresas com esse *know How* e que, portanto, promover uma alteração na norma regulatória contando com a ocorrência de eventos futuros e incertos pode não ser uma medida razoável.

Dado o caráter ainda embrionário dessas aplicações, é mais prudente aguardar a sua disseminação no mercado brasileiro, permitindo, assim, a melhor avaliação de seus impactos, antes de torná-las obrigatórias para o mercado de crowdfunding.

Assim, propomos que a contratação de serviços de escrituração seja exigida apenas (i) para valores mobiliários de sociedades empresárias de pequeno porte que, no exercício social anterior à oferta, apresentem receita bruta anual superior a R\$ 16 milhões (vide item 1.2 acima); e/ou (ii) para emissores que desejarem ter a intermediação secundária de seus valores mobiliários facilitada pelas Plataformas, independentemente da sua receita bruta anual.

Com essa solução, as micro e pequenas empresas, principal alvo deste mercado de crowdfunding, não teriam seus projetos de captação inviabilizados e permitiria o desenvolvimento de um ambiente de teste para o surgimento de novas tecnologias aplicadas aos serviços de escrituração.

Alternativamente, caso a falta de escrituração de valores mobiliários seja um tema intransponível, sugere-se que seja incluída uma obrigação específica para o diretor responsável das Plataformas para assegurar que os emissores possuam mecanismos e sistemas de registro eficazes sobre a titularidade dos valores mobiliários por eles emitidos. Assim, os emissores de valores mobiliários de crowdfunding não seriam obrigados a contratar prestadores de serviço de escrituração, mas sim manter sistemas e controles próprios ou terceirizados que garantam o registro eficaz e seguro da titularidade dos valores mobiliários de sua emissão.

### 3.2 Estrutura das Plataformas:

#### **Dispositivo: Art. 13, parágrafo 1, inciso I.**

Sobre o aumento do valor do capital social mínimo de R\$ 100 mil para R\$ 200 mil, seria aplicável apenas para novas plataformas que solicitarem registro a partir da entrada em vigor da Instrução ou as Plataformas já registradas perante a CVM também deverão se ajustar?

Sobre a exigência de um profissional voltado para a atividade de controles internos a partir do atingimento do volume de R\$ 15 milhões em um mesmo exercício social, cumpre esclarecer: (i) este profissional deverá apresentar alguma formação ou experiência específica para cumprir tal função?; e (ii) a manutenção do profissional de controles internos será aplicável a todos os exercícios sociais subsequentes a partir do primeiro ano em que a Plataforma atingir o volume de R\$ 15 milhões, ainda que o volume dos anos subsequentes seja porventura inferior a tal limite?

### 3.3 Regime Informacional:

A Minuta propõe diversos ajustes no conteúdo das informações das sociedades ofertantes. São eles: (i) obrigatoriedade de auditoria das demonstrações financeiras dos emissores que tiverem ultrapassado o valor de R\$ 5 milhões de receita bruta anual; (ii) aprimoramento de informação sobre a expectativa de participação dos investidores após a conversão de valores mobiliários conversíveis; e (iii) a inauguração de um conjunto de informações específico para valores mobiliários não conversíveis.

Sobre o item (i) remetemos aos comentários já realizados no item 1.2 acima. Assim, sugere-se que a exigência de auditoria independentes nas demonstrações financeiras se aplique apenas para as sociedades emissoras com receita bruta anual superior a R\$ 16 milhões, em substituição ao limite de R\$ 5 milhões proposto pela Minuta.

Vale ressaltar que a lei brasileira somente torna obrigatória a auditoria externa, independentemente do acesso à poupança pública, para as sociedades limitadas consideradas de grande porte, que disponham de ativo superior a 240 milhões de reais ou receita bruta anual superior a 300 milhões de reais. A distância que separa esses valores daquele sugerido na reforma desta D. CVM, nos leva a refletir se a imposição de auditoria independente é de fato condizente com a realidade das empresas com receita anual até 30 milhões de reais, o teto proposto na Minuta.

Ao se introduzir novas regras protetivas, há de se cuidar para que as despesas que lhe sejam associadas não frustrem a atratividade do investimento participativo, cuja utilidade, convém repetir, decorre do baixo custo imposto pela regulação. A consequência pode ser conflitante com o real objetivo das alterações propostas, que é ampliar o universo de sociedades participantes desse mercado.

Ademais, além do aumento do limite mínimo de receita bruta anual para justificar a exigência de auditoria independente, sugere-se que, em qualquer caso, a obrigatoriedade deveria se aplicar apenas a partir do exercício social subsequente à oferta. Isso porque, a grande maioria das sociedades que hoje procuram Plataformas para estruturar e distribuir seus valores mobiliários não conta com auditoria independente, em razão dos altos custos desse serviço no mercado. A exigência de realização de trabalho de auditoria previamente à oferta atrasaria muito o processo de originação de operações, tornando o lançamento das ofertas públicas demasiadamente moroso para uma indústria que, por suas características, deveria ser simples e célere.

A exigência de auditoria independente para os exercícios subsequentes para as empresas que atingissem o limite máximo de receita, portanto, garantiria o adequado acompanhamento da evolução dos indicadores financeiros da empresa por parte dos investidores que tiverem subscrito valores mobiliários na oferta, sem prejudicar o processo de originação e a flexibilidade inerente ao modelo de operação do crowdfunding.

#### 4. APRIMORAMENTO DE MECANISMOS OPERACIONAIS DA OFERTA

##### Dispositivos: Art. 3, inciso V e Art. 5, parágrafo 1, inciso I.

Outros aspectos operacionais da oferta também são objeto de revisão pela Minuta, tais como: (i) fim da limitação de destinação dos recursos captados para operações societárias; (ii) possibilidade de lote adicional; (iii) possibilidade de ofertas secundárias, limitadas a 20% do total da oferta; (iv) possibilidade de alteração das informações essenciais da oferta após o seu início, em situações excepcionais e supervenientes; e (v) possibilidade dos valores captados transitarem por meio das contas da Plataforma, caso estas atuem como instituições de pagamento.

Em relação ao item (i) deste item 4, cumpre esclarecer: com o fim da limitação sobre o uso dos recursos captados para operações societários, é possível, por exemplo, captar recursos para uma sociedade holding, cujo objeto social seja o investimento em outras sociedades empresárias de pequeno porte e startups?

O fim da limitação de destinação dos recursos para operações societárias parece abrir uma porta para capitalizar os veículos de investimentos dos chamados sindicatos de investimento participativos. Por isso, é imprescindível que esta D. CVM se manifestasse a respeito dessa interpretação e se a estrutura aventada acima seria ou não permitida à luz da nova redação da ICVM 588.

Sobre o item (v) desta seção, é preciso esclarecer se as Plataformas, para fazerem transitar os valores captados através de suas contas, deverão solicitar perante o BACEN os seus registros formais como instituições de pagamento, nos termos da Circular Nº 3.885, de 26 de março de 2018? Ou tal registro somente será necessário em caso de atingimento de pelo menos um dos seguintes parâmetros: I - R\$500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) em transações de pagamento nos últimos 12 meses; ou II - R\$50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) em recursos mantidos em conta de pagamento pré-paga?

Uma alternativa possível é o pedido de autorização para que as Plataformas abram contas correntes específicas e individuais, em seu nome, para cada uma das ofertas por elas distribuídas, devendo identificar referida conta no contrato a ser celebrado com o Emissor e nas informações essenciais da oferta como orientação de depósito dos investidores.

Assim, eventuais descumprimentos das obrigações contratuais e do disposto nas informações essenciais da oferta seriam tratados nos limites dos contratados com emissores e por meio de processos



administrativos sancionadores em apurações de responsabilidade da CVM, assim como qualquer outra violação às normas regulatórias.

## **5. INTERMEDIÇÃO SECUNDÁRIA**

### **Dispositivo: Art. 5, inclusão do inciso VII.**

A Minuta propõe que a plataforma possa intermediar transações entre os investidores que tenham participado de uma ou mais ofertas do mesmo emissor. No modelo hoje estabelecido, os investidores apenas obtêm sucesso na saída antecipada do investimento se conhecerem e realizarem uma venda direta e privada de seus valores mobiliários.

Tais restrições visam mitigar o risco de assimetria de informações entre as partes da negociação secundária, uma vez que comprador e vendedor, na qualidade de titulares de valores mobiliários do emissor, estariam submetidos ao mesmo conjunto e periodicidade de informações do emissor.

Contudo, a ideia aqui é propor que este limite seja ampliado, de maneira que a plataforma possa intermediar a realização de negócios secundários relacionados aos valores mobiliários ofertados em seu ambiente, promovendo o encontro dos vendedores com potenciais adquirentes, sendo estes últimos investidores que tenham participado de uma ou mais ofertas do mesmo emissor ou que se encontrem ativos e cadastrados nas Plataformas, e tenham adquiridos valores mobiliários através da plataforma nos últimos 24 (vinte e quatro) meses.

## **6. EIRELI**

Apesar de não ser um tema expressamente indicado na Minuta como de interesse desta D. CVM para a reforma da ICVM 588 que ora se promove, gostaríamos de provocar esta D. Autarquia sobre a possibilidade de inclusão da “Empresa Individual de Responsabilidade Limitada” – EIRELI no rol das pessoas jurídicas, de natureza empresária, de pequeno porte como elegíveis à emissão de valores mobiliários nos termos e limites da ICVM 588.

O grau de governança deste tipo societário, preocupação expressamente manifestada por esta D. no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877, em nada difere das sociedades empresárias, especialmente em relação as sociedades empresarias unipessoais, introduzidas em nosso ordenamento jurídico pela Lei nº 13.874, de 2019.



**COSTA OLIVEIRA**  
ADVOCACIA E CONSULTORIA

Esperamos com esse trabalho poder contribuir para o aperfeiçoamento do regime regulatório e colocamo-nos à disposição dessa D. autarquia para quaisquer esclarecimentos que possam ser necessários.

Atenciosamente,

**BTR SERVICOS DE PLATAFORMA ELETRONICA E CONSULTORIA EMPRESARIAL LTDA (“BLOXS”)**

e

**COSTA OLIVEIRA ADVOGADOS (“COADVS”)**