

Rio de Janeiro, 24 de julho de 2020.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar

Centro, Rio de Janeiro/RJ

CEP 20050-901

Att.: Ilmo. Sr. Marcelo Barbosa
Presidente da Comissão de Valores Mobiliários
audpublicaSDM0220@cvm.gov.br

Ref: Edital de Audiência Pública SDM nº 02/20

Ilustríssimo Sr. Presidente,

1. O ESCRITÓRIO **BOCATER, CAMARGO, COSTA E SILVA, RODRIGUES ADVOGADOS**, com sede na Capital do Estado do Rio de Janeiro, na Avenida Rio Branco, nº 110, 39º e 40º andares, Centro, CEP: 20040-0001, inscrito no CNPJ sob o nº 03.486.424/0001-04 (“Escritório” ou “Bocater”), vem, respeitosamente, à presença de Vossa Senhoria, tecer algumas considerações em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM n.º 02/20, datado de 26 de março de 2020 (“Edital”).

2. Inicialmente, cumprimos a CVM pela louvável e oportuna iniciativa da Audiência Pública SDM nº 02/20, contendo Minuta de Instrução (“Minuta”) que objetiva dispor sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo (“Crowdfunding”) e altera disposições da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 (“ICVM 588”).

3. A Minuta dispõe, com a ressalva do escopo regulamentar reduzido, sobre (i) expansão dos limites atualmente definidos nesta modalidade de oferta; (ii) expansão das possibilidades de divulgação da oferta; (iii) proteção dos investidores; (iv) aprimoramento de mecanismos operacionais durante a realização da oferta; (v) possibilidade de intermediação secundária pela plataforma em que ocorre a oferta; e (vi) o rito de autorização das plataformas. Quanto a esta última matéria, a Minuta pretende remodelar o regime de autorização das plataformas, cujo exercício de atividade econômica necessita autorização do órgão regulador, especialmente tendo em vista o disposto no Decreto nº 10.178, de 18 de dezembro de 2019¹.

4. No intuito de contribuir para o aperfeiçoamento das normas propostas na Minuta, este Escritório apresenta seus comentários e sugestões, colocando-se ao inteiro dispor dessa Autarquia, para quaisquer esclarecimentos adicionais que venham a ser necessários quanto ao conteúdo da nossa manifestação.

COMENTÁRIOS AOS DISPOSITIVOS DA MINUTA

I. Arts. 2º e 3º da ICVM 588

I.I Da Natureza Jurídica do Emissor

5. Na atual redação da ICVM 588, a captação pública por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo é restrita às sociedades empresárias de pequeno porte. A minuta de alteração da ICVM 588, ora submetida à audiência pública, mantém essa restrição. No entanto, o Escritório sugere que essa Autarquia avalie a conveniência de ampliar o leque das pessoas jurídicas autorizadas a participar das ofertas via Crowdfunding.

6. A esse propósito, cumpre lembrar que no âmbito da Audiência Pública SDM nº 06/2016, que antecedeu à edição da ICVM 588, foram suscitadas dúvidas

¹ Nessa linha, foi inserida a aprovação tácita por decurso de prazo, que ocorre quando há ausência de manifestação conclusiva por parte do órgão regulador.

e questionamentos sobre os tipos de emissores que poderiam formular ofertas publicamente, via plataforma eletrônica de investimento participativo².

7. No Relatório resultante da mencionada Audiência Pública SDM nº 06/2016, a CVM entendeu que os emissores deveriam se constituir como “sociedades empresárias”, as quais guardariam “*um grau de governança mais adequado para esse primeiro estágio de regulamentação, no qual os investidores não possuem experiência em relação a este novo mercado*”. Ainda, conforme exposto no referido Relatório, a Autarquia optou por adotar um posicionamento mais conservador, sem prejuízo de, no futuro, rever esse entendimento³. Ademais, recentemente, a área técnica da CVM reforçou esse entendimento ao suspender ofertas realizadas por EIRELI’s⁴, as quais possuem regime jurídico que se aproxima àquele a que estão submetidas as sociedades limitadas⁵, com a vantagem de mitigar a existência de eventuais “sócios laranjas”, para fins de cumprimento formal do requisito de pluralidade de sócios.

8. Considerando que no âmbito da fase inicial das *startups*, em especial aquelas de tecnologia, muitas vezes se verifica a elaboração e o desenvolvimento de uma ideia por apenas um indivíduo⁶, parece razoável dispensar-se a exigência

² Nesse sentido, vide pp. 9 a 11 do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 06/16, datado de 13.07.2017 (“Relatório da Audiência Pública SDM nº 06/16”).

³ Nesse sentido, vide p. 11 do Relatório da Audiência Pública SDM nº 06/16, cabendo transcrever o seguinte trecho: “*Conforme exposto ao longo deste relatório, a CVM optou por adotar uma posição mais cautelosa em relação a alguns critérios para a inauguração do crowdfunding de investimento – que poderão ser revistos nos próximos anos com o amadurecimento deste mercado. A mesma explicação é válida para o caso das EIRELI e dos produtores rurais, os quais não serão incorporados nesta primeira versão da norma em função dos maiores riscos e maior complexidade para os investidores – sem excluir a possibilidade de revisão posteriormente*”.

⁴ Quanto ao impedimento de participação das EIRELI’s em ofertas via Crowdfunding, mencione-se caso recentemente analisado pela área técnica da CVM em que foram suspensas 26 (vinte e seis) ofertas da plataforma Finco Invest. Dentre as irregularidades detectadas, foi apontada a exigência que os emissores fossem organizados sob a forma de sociedade. A seguir transcreve-se trecho do posicionamento da área técnica: “*Além disso, entre os ofertantes, há 11 Empresas Individuais de Responsabilidade Limitada (EIRELI). No entanto, a Instrução CVM 588 exige que os emissores de valores mobiliários sejam organizados sob a forma de sociedade. Vale lembrar que o Código Civil diferencia claramente as sociedades das EIRELI*”, comentam o Gerente de Registros 3 (GER-3), Geraldo Pinto de Godoy Junior, e o analista Luis Lobianco”. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2020/20200505-1.html>>, consulta em 22.06.2020.

⁵ Conforme disposto no §6º do art. 980-A do Código Civil, “*aplicam-se à empresa individual de responsabilidade limitada, no que couber, as regras previstas para as sociedades limitadas*”.

⁶ Empresas como Facebook, WordPress, Napster e Dell, com valor de mercado estimado em dezenas de bilhões de dólares. Vide “*As 8 empresas mais valiosas criadas por estudantes*”,

de que esse indivíduo se associe com terceiros para a execução de seu projeto naquele estágio, caso entenda factível. A imposição do tipo “sociedade empresária” pode ser medida por demais onerosa, desnecessária, que acaba criando barreiras para uma modalidade de investimento que precisa ser simples, regido por mecanismos que fomentem seu desenvolvimento.

9. A ponderação que se propõe é que, neste momento, as novas regras permitam aumentar efetivamente o ingresso de novos *players* no mercado de capitais em benefício de empresas inovadoras e que exigem capital intensivo, – sem prejuízo dos demais objetivos que ensejam as novas regras e a regulação dos mercados de valores mobiliários – possibilitando que estas sejam organizadas como sociedades empresárias tradicionais ou por meio de EIRELI’s.

I.II Expansão dos Limites

10. Ao longo da Minuta, a CVM aborda a necessidade de expansão dos limites aplicáveis ao emissor para se que concretize o devido fomento desta modalidade de oferta. Entende-se que a expansão do limite da receita anual, tanto do emissor, quanto de seu grupo econômico, traz inovação importante e bem-vinda para as ofertas de investimento via plataformas de Crowdfunding. Ocorre que o limite de receita bruta anual sugerido na Minuta parece ser ainda restritivo, limitando o ingresso de novos emissores via Crowdfunding e onerando o mercado como um todo, em contramão ao intuito de desenvolvimento deste segmento.

11. Assim, sugere-se que se amplie o valor previsto, para não coibir a possibilidade de que companhias com estruturas mais robustas e complexas – mas que, ainda assim, necessitem de *seed capital* – possam captar recursos relevantes para suas atividades por meio da modalidade de oferta regulada pela Minuta.

disponível em <<https://revistapegn.globo.com/Startups/noticia/2016/03/8-empresas-mais-valiosas-criadas-por-estudantes.html>>, consulta em 19.06.2020. Empresas brasileiras, a saber, Cacau Show e Habib’s foram concebidas por um empreendedor. Vide “Conheça 5 empreendedores de sucesso”, disponível em <<https://endeavor.org.br/historia-de-empreendedores/grandes-lideres/conheca-5-empreendedores-de-sucesso/>>, consulta em 19.06.2020. Outras histórias de empreendedores de sucesso encontram-se no seguinte endereço: <<https://exame.com/pme/15-exemplos-de-empreendedores-que-superaram-todas-as-dificuldades/>>, acesso em 19.06.2020.

12. Não se pode esquecer, no caso específico, de companhias que atuam no segmento do mercado imobiliário, que muitas vezes exigem investimentos vultosos e, portanto, podem ter receita bruta anual acima do estipulado na Minuta. Na prática, esta limitação poderia inviabilizar operações de Crowdfunding neste setor, afastando startups de locação e venda de imóveis ou portais de hotelaria de maior porte, que podem ter projetos específicos em que o investidor possa participar e ser remunerado.

13. Não se pode esquecer que em alguns países o Crowdfunding imobiliário é uma das modalidades mais populares do respectivo investimento coletivo⁷ – se não a mais adotada⁸. Da forma disposta na Minuta, o mercado brasileiro poderá deixar de alcançar seu pleno potencial de expansão neste segmento, que é um dos que mais podem gerar empregos e movimentar a economia nacional.

14. O que se pôde observar através da experiência internacional foi que esta questão foi solucionada de forma objetiva: os reguladores não atribuíram um limite atrelado ao faturamento dos emissores, contudo, a limitação em si é atinente apenas ao volume captado pelo emissor. Essa decisão pode ter advindo da constatação de que uma sociedade de grande porte – que possui diversos meios de obtenção de crédito no setor financeiro – não se utilizaria da modalidade de oferta via Crowdfunding para angariar fundos limitados a um montante que não se faria relevante frente a um empreendimento de médio/grande porte.

15. Pode-se mencionar 3 (três) jurisdições em que esta modalidade de oferta se tornou mais proeminente na última década, em que se impõe apenas uma limitação de captação máxima via Crowdfunding, em um período de 12 meses anteriores a determinada oferta⁹, a saber: França, com uma limitação de 1 (um)

⁷ Disponível em: <<http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/>>, consulta em 22.06.2020.

⁸ A título exemplificativo, parte dos recursos necessários para a construção da 3ª torre do Novo World Trade Center em NY, foi captada via crowdfunding. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-27/crowdfunding-comes-to-manhattan-s-world-trade-center>>, consulta em 22.06.2020.

⁹ Disponível em: <<https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC92482/lbna26992enn.pdf>> e <<https://www.howardkennedy.com/en/latest/blog/regulation-of-crowdfunding-in-the-uk-us-and>>

milhão de euros¹⁰; EUA, com limitação de 1 (um) milhão de dólares¹¹; e Reino Unido¹², com limitação de 5 (cinco) milhões de euros. Esses países, ressalte-se, não impõem limite à receita bruta anual das sociedades ou de seus grupos econômicos.

16. Caso, a despeito dos argumentos acima, a Autarquia entenda que deva ser mantido um limite de receita bruta da entidade captadora, sugere-se, a criação de diferentes classes de emissões via Crowdfunding, flexibilizando os requisitos e estrutura de governança necessários, a depender do setor e/ou montantes contidos nas receitas anuais dos emissores. Nessa hipótese poderiam ser, inclusive, definidos limites de captação diferenciados entre as diferentes modalidades de oferta.

17. Essa segregação entre modalidades diferentes de ofertas já vem sendo adotada pelo Reino Unido¹³, que tem, entre seus gêneros de Crowdfunding, os chamados “*Loan-based*”, geralmente adotados em transações *peer-to-peer*; “*Investment Based*”, adotados em transações de *equity* e dívida; e até mesmo o “*Pre-payment*” ou “*Donation-based*”, no qual não se almeja retorno financeiro, apenas o desenvolvimento da empreitada (costumeiramente utilizado em projetos com viés de impactos sociais ou ambientais).

18. Nesse intuito, por mais louvável que seja a intenção da Autarquia de fomentar o Crowdfunding através da expansão desses limites de receita, para que tal objetivo de fato se concretize, propõe-se que subsista apenas o limite

israel_a-comparative-review#:~:text=Web%2Dbased%20equity%20crowdfunding%20has,Activities)%20Order%202001.), >, consulta em 22.06.2020.

¹⁰ Ordonnance No 2014-559 de 30 de maio de 2014. Titre I and Titre I, Chap. II, Art. 11, L. 411-2; Décret No 2014-1053 de 16 de setembro de 2014 relativo a participação financeira, JORF No 0215 de 17 de setembro 2014 p. 15228 texto N. 11, Art. 2, 2°, disponível em: <http://www.legifrance.gouv.fr/affichJO.do>, consulta em 22.06.2020.

¹¹ Securities and Exchange Commission, 2013 e disponível em <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=ec42ef3f682674ce5da1c734083a1e87&mc=true&node=pt17.3.227&rgn=div5#se17.3.227_1100>, consulta em 22.06.2020.

¹² Tax & Legal Work Group of the European Crowdfunding Network, 2013

¹³ Disponível em: <<https://justcoded.com/blog/fca-regulations-of-crowdfunding-in-2018/>>, <<https://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=27048&no=4>>, e <<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>>, consultas em 22.06.2020.

supramencionado, referente à captação do valor da oferta, que já se verificou ser critério bem sucedido em mercados em que essa modalidade de investimento encontra-se amplamente difundida.

I.III Conclusão

19. Desse modo, sugerimos a seguinte alteração da redação do inciso III e do §3º do art. 2º da Minuta (*caput*):

“Art. 2º...

III – sociedade empresária de pequeno porte: qualquer pessoa jurídica 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 ou listada em Mercado de balcão organizado, constituída a no máximo três anos da data do início da oferta.

IV – Eireli: a empresa individual de responsabilidade limitada constituída na forma prevista no Código Civil Brasileiro.”

~~§ 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) no exercício social encerrado no ano anterior à oferta.”~~

20. No mais, por se entender que o limite de captação via Crowdfunding por exercício social estipulado na Minuta encontra-se aquém daquele utilizado em parâmetros internacionais já apresentados, – quando devidamente convertidas suas respectivas moedas soberanas – também sugerimos alteração quanto ao montante máximo, alterando o art. 3º da Minuta:

“Art. 3º...

I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$ ~~4~~30.000.000,00 (dez 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;

...

III - 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\$ ~~4~~30.000.000,00 (dez ~~trinta~~ milhões de reais)”.

21. Estes são os nossos comentários e sugestões, sempre com o exclusivo propósito de cooperar para o aprimoramento da regulamentação a ser editada pela CVM.

22. Reiteramos os votos de elevada estima e consideração e colocamo-nos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

BOCATER, CAMARGO, COSTA E SILVA, RODRIGUES ADVOGADOS