

Rio de Janeiro, 24 de julho de 2020

À  
**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**  
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro  
20159-900 – Rio de Janeiro – RJ

**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM**

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger

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

Senhoras e Senhores,

Fazemos referência ao Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2020, de 26 de março de 2020 (“Edital”), que coloca em discussão minuta de Instrução alterando determinadas disposições normativas da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 (“Instrução 588”), relacionadas à oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedade empresária de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo.

Inicialmente, gostaríamos de cumprimentar essa D. Comissão pela iniciativa de suscitar o debate acerca de medidas que visam expandir o acesso pelas pequenas empresas capazes de utilizar o *crowdfunding* de investimento como meio de captação de recursos. Essa expansão consequentemente irá colaborar com o desenvolvimento da economia do Brasil, facilitando a livre iniciativa com instrumentos do mercado de capitais que financiam empresas de menor porte ainda em fase inicial de sua atuação.

Nossa manifestação está dividida em duas seções:

1. Ampliação do limite do valor alvo máximo de captação; e
2. Flexibilização do limite de 20% do valor alvo máximo em ofertas secundárias.

## 1. AMPLIAÇÃO DO LIMITE DO VALOR ALVO MÁXIMO DE CAPTAÇÃO

A Instrução 588, ao dispor sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada por meio das plataformas de *crowdfunding*, limita o valor alvo máximo de captação a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais)<sup>1</sup>. A respeito, o Edital propõe alteração ampliando o referido limite para R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), conforme a nova redação proposta, por seu artigo 1º, ao inciso I do artigo 3º da referida Instrução 558<sup>2</sup>.

As *startups*, enquanto empresas nascentes, têm recorrido à modalidade de *crowdfunding* de investimento para conseguir obter capital de terceiros de forma menos onerosa quando comparada às formas tradicionais de financiamento, a fim de reinvesti-lo em suas próprias atividades de forma a possibilitar seu desenvolvimento. A etapa em que as *startups* buscam captar recursos a fim de cumprir suas metas e, conseqüentemente, se desenvolver, é chamada de “rodada de investimento” que, por sua vez, é categorizada em “séries”, variando de acordo com o estágio em que tal empresa se encontra<sup>3</sup>.

A rodada de investimento de capital semente é aquela em que a sociedade visa angariar fundos para o seu desenvolvimento inicial, a fim de fomentar o exercício de sua atividade e possibilitar sua entrada de maneira mais expressiva no mercado. Nessa primeira espécie de rodada de investimento, os valores movimentados costumam variar entre R\$ 400 mil e R\$ 2 milhões<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> “Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedade empresária de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos:

I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco 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;”

<sup>2</sup> “Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedade empresária de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos:

I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$ 10.000.000,00 (dez 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;”

<sup>3</sup> “Cada rodada de investimento, também conhecida como série, é um momento em que o investidor pode aportar capital na companhia em troca de uma participação acionária no negócio. Os rounds são mais polpudos dependendo do estágio de desenvolvimento da startup e do grau de confiança do mercado quanto ao potencial de expansão do empreendimento. Sendo assim, algumas vezes é mais vantajoso que o empreendedor adquira uma dívida entre as rodadas. Assim pode impulsionar seu negócio e conseguir lances mais altos na série seguinte envolvendo ações.” Crédito via Venture Debt ganha força no Brasil. Capital Aberto. 10 de julho de 2020. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/captacao-de-recursos/credito-via-venture-debt-ganha-forca-no-brasil/>

<sup>4</sup>“(…) o percurso natural de uma startup, ou seja, a cadeia de acesso ao capital ou o caminho do dinheiro pós capital semente, é pelo investimento Série A. O que normalmente acontece em um patamar de captação de R\$ 2 milhões em empresas avaliadas a partir de aproximadamente R\$ 10 milhões.” A hora e a vez do microcapital de risco. Valor Econômico. 17 de setembro de 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2019/09/17/a-hora-e-a-vez-do-microcapital-de-risco.ghtml>

A rodada de investimento “Série A” é aquela que vem posteriormente, quando a *startup* já está mais consolidada, e busca expandir sua atuação no mercado. Nesse momento, os valores ofertados tendem a iniciar em R\$2 milhões e podem chegar a R\$ 20 milhões.

No que diz respeito à rodada de investimento de capital semente, levando-se em consideração que as empresas ainda são relativamente incipientes, o valor prévio de R\$ 5 milhões se mostra adequado para que consigam atingir seus objetivos. Contudo, a fim de que a rodada de investimento “Série A” seja, também, realizada por meio das plataformas eletrônicas de investimentos participativos, faz-se necessária e oportuna a ampliação do limite proposto, de R\$ 10 milhões para R\$ 30 milhões, em colocação junto ao mercado via *crowdfunding* de investimento. Tal valor de referência permitiria incluir projetos de natureza bem mais interessantes e abrangentes, havendo robustez suficiente no arcabouço regulatório para amparar esse novo patamar de valor.

No mesmo sentido de ampliação de limites, o Edital propõe o aumento do valor máximo de receita bruta anual, que triplicaria, chegando a R\$ 30 milhões. Unindo essa expansão com a proposta de aumento do limite de colocação junto ao mercado, vê-se que o objetivo principal do Edital é possibilitar que um universo maior de empresas consiga se beneficiar da utilização do mecanismo de *crowdfunding* de investimentos.

Sendo assim, sugerimos alteração na redação proposta, pelo artigo 1º do Edital, ao inciso I do artigo 3º da Instrução 588, possibilitando um aumento do limite de colocação junto ao mercado de R\$ 10 milhões para R\$ 30 milhões, de modo que consiga abarcar não só as negociações de rodadas de investimento de capital semente, como também as de “Série A”.

## **2. FLEXIBILIZAÇÃO DO LIMITE DE 20% DO VALOR ALVO MÁXIMO EM OFERTAS SECUNDÁRIAS**

No presente tópico, apresentaremos nossa proposta de alteração à nova redação proposta do Edital ao artigo 5º, inciso VII, alínea “a”, da Instrução 588<sup>5</sup>.

O Edital propõe a exclusão do dispositivo presente na Instrução 588 que veda a negociação de títulos emitidos em regime de *crowdfunding* no mercado secundário<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup>“Art. 1º Os arts. (...) 5º (...) da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017, passam a vigorar com a seguinte redação: (...)”

Art. 5º. A distribuição de oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo registrada na CVM, devendo ser observados os seguintes procedimentos: (...)”

VII – é admitida a oferta secundária dos valores mobiliários desde que:

a) o montante total da oferta secundária não ultrapasse 20% (vinte por cento) do valor alvo máximo;”

<sup>6</sup> Artigo 28 da Instrução 588:

Nesse sentido, seria viabilizado o surgimento deste mercado, que inicialmente deveria ser operacionalizado exclusivamente por meio da intermediação da plataforma na qual houve a oferta primária de distribuição dos respectivos títulos originariamente.

Para tanto, a norma proíbe que sejam realizadas ofertas secundárias que (i) superem 20% do valor alvo máximo de captação; ou (ii) importem na alienação pelo controlador ou pelo grupo de controle de participação maior que 20% dos valores mobiliários de sua propriedade, não podendo, ainda, o percentual alienado ocasionar a perda do controle após a oferta.

Entendemos oportuna sugestão nesse ponto ao limite referido no item “(i)” acima, a fim de que haja uma flexibilização do percentual proposto. Nesse sentido, vale mencionar que não há na regulamentação de ofertas públicas tradicionais previsão de qualquer limitação em relação ao montante de títulos que podem ser distribuídos no âmbito de ofertas realizadas no mercado secundário, o que pode se verificar tanto na Instrução CVM nº 400 de 29 de dezembro de 2003, que regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, como também na Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009, que trata das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizada com esforços restritos.

Imaginamos que está bem adequada essa preocupação no momento inicial de adoção da nova regra, mas sugerimos uma escala de liberalização da oferta secundária observados certos parâmetros, como por exemplo o tamanho da oferta, ser uma oferta subsequente, ou ainda parâmetros ligados ao público investidor da oferta.

Com objetivo de possibilitar a realização de ofertas com montantes mais significativos, permitindo, também, a participação de um maior número de investidores e, conseqüentemente, democratizando o acesso ao mercado, sugerimos uma flexibilização da limitação imposta pelo Edital no que tange às ofertas secundárias, de forma a haver uma expansão do montante proposto de 20% do valor alvo máximo de captação conforme escalas de valor e/ou outras características conforme acima mencionadas.

Sendo o que havia para o momento, permanecemos à inteira disposição e reiteramos nossos cumprimentos a essa D. Comissão pela iniciativa.

Atenciosamente.



**CESCON, BARRIEU, FLESCH & BARRETO ADVOGADOS**

---

*“Art. 28. Na condução de suas atividades, as plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários não podem: (...) X – realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários;”*