

**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,

**ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO** (“Crowdinvest”), associação civil formada por empresas mantenedoras de plataformas eletrônicas de investimento participativo (“Associadas” ou “Plataformas”), devidamente autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) a realizar ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro, nos termos da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 (“ICVM 588”), na qualidade de representante das Plataformas associadas à Crowdinvest, assessorada por seu consultor legal **STOCHE FORBES ADVOGADOS**, que também subscreve a presente, vêm, respeitosamente, apresentar a esta D. CVM manifestação com sugestões relacionadas à proposta de revisão da ICVM 588 (“Minuta” e “Manifestação”, respectivamente).

De início, faz-se necessário saudar a iniciativa desta D. Autarquia em promover um ambiente de discussão prévio com o mercado, sob a modalidade de uma audiência pública, para aprimoramento do texto da ICVM 588 e por incorporar, na Minuta do Edital de Audiência Pública, importantes pleitos dos participantes da indústria de *crowdfunding* de investimento (“*Crowdfunding*”), em especial a expansão dos limites das ofertas, o início da possibilidade de intermediação secundária pelas Plataformas, a flexibilização das restrições de marketing e o fim da limitação de uso dos recursos captados para operações societárias.

Desse modo, a presente Manifestação contempla proposta amplamente discutida entre as Associadas da Crowdinvest, e tem como objetivo central fornecer subsídios e sugestões de ajustes à regra em benefício do desenvolvimento da indústria de *Crowdfunding* e o apoio da mesma como alternativa de acesso de pequenas e médias empresas brasileiras ao mercado de capitais.

## I. Expansão dos Limites

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

A primeira alteração substancial proposta pelo Edital diz respeito à elevação do limite máximo de captação, de R\$ 5 milhões para R\$ 10 milhões. Para justificar essa elevação, a CVM afirma que, apesar de o novo valor proposto se encontrar muito acima dos valores atualmente verificados nas ofertas por meio do *Crowdfunding*, considerando os poucos casos que atingiram o valor máximo atual, a elevação desse limite, em conjunto com o aumento proposto para a receita bruta anual dos Emissores (tratado no item I.II. abaixo), faria com que um novo conjunto de empresas fosse elegível para realizar captações via *Crowdfunding*.

### COMENTÁRIO CROWDINVEST

Inicialmente, cabe saudar a iniciativa da CVM de rever os limites das ofertas de *Crowdfunding*, o que, no entender da Crowdinvest, representa um dos maiores entraves para o desenvolvimento da indústria ao longo dos últimos anos. A elevação do limite de receita bruta anual dos Emissores, cumulada com a elevação do limite máximo de captação, certamente permitirá que o *Crowdfunding* seja acessado por mais empresas, muitas delas melhor estruturadas, com planos de negócios mais bem definidos, mas que ainda não são elegíveis para outras modalidades de investimento ou financiamento, como os fundos de *private equity* ou captações tradicionais via ofertas públicas registradas perante a CVM ou com esforços restritos de distribuição.

É justamente esse “*middle market*” que passará a contar com o *Crowdfunding*, porta de entrada para o mercado de capitais, abrindo novas portas de financiamento barato e que auxiliem empresas um pouco mais maduras a expandir seu plano de negócios, com impacto direto na economia real brasileira.

Entretanto, no entender da Crowdinvest, o novo valor máximo de captação proposto no Edital ainda é tímido, em especial quando comparado às regulações internacionais.

A título exemplificativo, a *Australian Securities and Investments Commission* (ASIC) define como limite máximo de captação anual o valor de AUD\$ 5 milhões de dólares australianos (equivalente a aproximadamente R\$ 18 milhões na cotação atual)<sup>1</sup>. Já a *European Securities and Markets Authority* (ESMA), órgão regulador dos

---

<sup>1</sup> Item RG 261.42 do Crowd-sourced funding: Guide for companies: “*Under the issuer cap, your company and its related parties must not raise more than \$5 million in any 12-month period through CSF offers and certain*”

mercados da União Europeia, apesar de ainda estar desenvolvendo uma regulamentação de *Crowdfunding* para todos os seus países membros, incluiu na proposta de regulação a sugestão de que o limite de captação seja de EUR €5 milhões (equivalente a quase R\$ 30 milhões na cotação atual), que seria o limite utilizado pela maioria dos países membros para dispensar registros e apresentação de prospecto de ofertas públicas<sup>2</sup>. A regulação de outros países, como a Itália e França, sequer estabelece níveis de faturamento dos emissores como limitadores à captação na modalidade<sup>3</sup>.

Sob o ponto de vista econômico, é importante lembrar que a norma já possui dispositivos que, aliados aos custos operacionais e de marketing, são incentivos econômicos suficientes para que o crescimento das ofertas ocorra de maneira responsável e sustentável.

Falamos especificamente da regra que proíbe que uma oferta seja concluída com sucesso quando a captação não chega a 2/3 (dois terços) do seu valor total. Esse mecanismo leva as plataformas e os emissores a suportarem um prejuízo de todos os custos operacionais e de marketing envolvidos naquela oferta malsucedida.

Esses incentivos econômicos nos fazem crer que há espaço para um aumento maior do limite da norma que será acompanhado pelo desenvolvimento do mercado de maneira responsável e sustentável.

Sob o prisma de política regulatória, ressalte-se ainda a importância de se ter uma norma nova que conceda espaço para que o mercado se desenvolva por um determinado período de tempo, sem depender de uma nova revisão nos próximos anos.

É sabido que o custo de uma revisão de norma para o órgão regulador e para os participantes é alto. Portanto, uma nova norma sempre deve ter essa característica programática e que evite uma nova revisão em um curto espaço de tempo.

Por essas razões, a Crowdinvest sugere que o limite máximo de captação seja revisto para o montante de R\$ 20 milhões, alinhando-se às práticas internacionais.

---

*other offers. Note: The Corporations Act allows regulations to be made in the future to adjust the maximum amount for the issuer cap*". Disponível em: <<https://download.asic.gov.au/media/5619418/rg261-published-19-june-2020.pdf>>

<sup>2</sup> Conforme Proposta de Regulação do Parlamento Europeu: "Given the risks associated with *crowdfunding* investments, it is appropriate, in the interest of the effective protection of investors and of the provision of a mechanism of market discipline, to impose a threshold for a total consideration for *crowdfunding* offers made by a particular project owner. Accordingly, that threshold **should be set at EUR €5.000.000, which is the threshold used by most Member States to exempt offers of securities to the public from the obligation to publish a prospectus in accordance with Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council**". Disponível em: <<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-5971-2020-ADD-1/en/pdf>>.

<sup>3</sup> Regulações disponíveis em: <<http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/reg18592e.htm>> e Regulação AMF.

Sobre a ponderação feita por esta D. CVM, no Edital, no sentido de que poucas ofertas de *Crowdfunding* realizadas nos termos da ICVM 588 alcançaram o valor máximo de captação de R\$ 5 milhões, faz-se necessário estabelecer um contraponto que, na visão da Crowdinvest, justifica, em grande parte, a limitação enfrentada até o momento pelas Plataformas.

O limite de receita bruta anual do emissor vigente até o momento, de R\$ 10 milhões, é um dos principais fatores que justifica a escassez de captações próximas a R\$ 5 milhões pelas empresas atualmente elegíveis ao mercado de *Crowdfunding*. Isso porque, para uma empresa que fatura o teto atual da regra, de R\$ 10 milhões, uma captação também no teto de R\$ 5 milhões representa nada menos do que metade da sua receita anual, representando um enorme salto no passivo da empresa (uma vez que as aplicações diretas em participação não são a regra do mercado de *start-ups*) que exigiria uma expansão demasiadamente acelerada de receita para fazer frente à tal obrigação.

Por essa razão, a maior parte das empresas nesse estágio opta por realizar captações em valores mais baixos, atualmente girando, em média, entre R\$ 1 milhão e R\$ 2 milhões. Entretanto, com o aumento desse limite de receita bruta anual, a tendência é que empresas um pouco mais maduras, agora elegíveis ao *Crowdfunding*, passem a demandar captações maiores e que atendam a sua necessidade de caixa para investimentos e expansão de suas atividades.

Outro fator que aumenta significativamente a dificuldade atual de atingimento do valor máximo de captação são as limitações de marketing e divulgação das ofertas, também objeto de flexibilização sugerida pelo edital.

Não obstante, como esse item também está sendo revisto, os ajustes à regra têm efetivamente o potencial de alavancar a captação de pequenas e médias empresas por meio de ofertas de *Crowdfunding*.

Por fim, é fundamental destacar que a expansão do limite de captação não representa risco adicional para o investidor, muito pelo contrário. A possibilidade de captação por empresas em estágio um pouco mais avançado, captando valores maiores em cada oferta, diminui os riscos do investimento, uma vez que eles serão realizados em empresas com maior tempo de vida e testagem do seu modelo de negócios, ao passo que o limite de investimento individual anual por investidor, na visão da Crowdinvest, pode permanecer nos exatos termos propostos no Edital, o que levará à mesma exposição em montante de investimento pelo público em geral.

Ainda que se reconheça a validade da preocupação da CVM em abrir paulatinamente as possibilidades de um mercado novo e em amplo crescimento, faz parte também do mandato do regulador não limitar demasiadamente o desenvolvimento da indústria com base em requisitos que não impõem, necessariamente, um aumento do nível de risco dos investidores.

Justamente por isso, inclusive, muitas jurisdições estrangeiras optaram por impor apenas restrições de limite individual por investidor, limitando a exposição do público em geral sem restringir as empresas elegíveis ou o limite máximo de captação que, em teoria, não perfazem, por si só, maior exposição de risco para o mercado.

A expansão tímida do limite de captação pode, por exemplo, se mostrar rapidamente obsoleta pela rápida resposta do mercado, possivelmente demandando uma nova alteração regulatória que, como se sabe, perpassa diversas etapas e procedimentos que não condizem com os anseios e necessidades de um mercado em ampla expansão.

É preferível, portanto, que os limites se tornem mais flexíveis, conforme sugere a Crowdinvest, para que a experiência prática e o trabalho das Plataformas verifiquem, no dia-a-dia, se tais limites se mostraram adequados à realidade do novo conjunto de empresas que poderá acessar o mercado de *Crowdfunding* ou se o atingimento do novo teto demandará novo processo de maturação da indústria.

Por essa razão, a Crowdinvest sugere que o limite máximo de captação seja elevado de R\$ 5 milhões para R\$ 20 milhões.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que a redação do inciso I do art. 3º e do §3º do art. 3º seja alterada, no seguinte sentido:

“Art. 3º .....

I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$ ~~10.000.000,00~~ 20.000.000,00 (~~dez~~ vinte 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;

.....

§ 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~~ 20.000.000,00 (~~dez~~ vinte milhões de reais).

I.II. Elevação da receita bruta anual do emissor, de R\$10M para R\$ 30M:

A segunda sugestão do Edital propõe a elevação do valor máximo da receita bruta anual para o enquadramento de uma empresa como sociedade empresária de pequeno porte, para fins da ICVM 588, de R\$ 10 milhões para R\$ 30 milhões. Segundo esta D. CVM, essa mudança está relacionada à experiência das Plataformas que relatam que o limite de receita bruta é o mais desafiador para realizar a captação de empresas consideradas mais atrativas, em especial em ofertas relacionadas ao setor imobiliário.

## COMENTÁRIO CROWDINVEST

De fato, o limite de receita bruta anual do emissor se mostrou, ao longo dos anos, um requisito que impediu diversas empresas de pequeno e médio porte, que não encontram outras formas de financiamento, que não o financiamento bancário, de captarem recursos para fazerem frente a seus projetos de expansão e tração. Muitos empresários interessados em utilizar o mercado de capitais para financiar seus projetos tiveram que recorrer a dívidas e modelos de financiamento a taxas muito mais caras, apesar de serem negócios que despertariam grande interesses do perfil de investidor de *Crowdfunding*.

No setor imobiliário, tal requisito praticamente alijou a maior parte das empresas do setor do mercado de *Crowdfunding*, que começaram a se utilizar de outros modelos e mecanismos para financiar seus projetos. Isso porque, praticamente todos os empreendimentos, mesmos os de pequeno porte, necessitam de um aporte inicial de capital próximo dos R\$ 30 milhões, que não condiz com o limite máximo de R\$ 10 milhões atualmente previsto na regra.

Nesse sentido, a Crowdinvest gostaria de aproveitar este fórum para elogiar o papel desta D. Autarquia em propor a elevação desse limite, o que representará um marco fundamental para a expansão do mercado de *Crowdfunding* brasileiro. A partir da reforma da ICVM 578, uma nova gama de empresas poderá se utilizar do *Crowdfunding* como forma de captação de recursos, estimulando diretamente a economia real e o empreendedorismo em nosso país. Tal medida não poderia vir em um momento mais oportuno, em que as pequenas e médias empresas brasileiras clamam por fontes de financiamento mais baratas para ver seus negócios sobreviverem à crise econômica causada pela pandemia da COVID-19.

Em última análise, a expansão desse limite tem o potencial de canalizar recursos da poupança popular para salvar ou até expandir a oferta de empregos em pequenas e médias empresas brasileiras, sendo fundamental para estimular a economia real e auxiliar nosso país a superar esta crise.

Não obstante, a Crowdinvest entende que ainda existe espaço para melhora e expansão do limite de receita bruta anual e que o *Crowdfunding* é o melhor modelo para preencher uma lacuna de participação do mercado de capitais no financiamento de empresas brasileiras.

Por uma limitação lógica advinda do ônus regulatório de obtenção e manutenção de um registro de companhia aberta no Brasil, apenas empresas com faturamento médio superior a R\$ 2 bilhões costumam se utilizar dos mecanismos tradicionais de emissão pública de valores mobiliários. Abaixo disso, empresas de menor porte costumam se utilizar de investimento de *Private Equity* para financiar etapas de expansão de negócios. Entretanto, normalmente os principais fundos de investimento dessa modalidade que atuam no Brasil apenas começam a avaliar investimentos em empresas que faturam, em média, R\$ 300 milhões.

Portanto, empreendedores que gerem negócios com faturamento abaixo de R\$ 300 milhões possuem, como única alternativa no mercado de capitais, a utilização da modalidade de *Crowdfunding* para escapar das altas taxas de juros cobradas pelo sistema bancário brasileiro e possibilitar a expansão orgânica e célere de seus negócios. Por essa razão, a Crowdinvest entende que o limite de R\$ 30 milhões proposto pelo Edital, apesar de relevantíssimo avanço quando comparado ao limite atual, ainda é incapaz de preencher a lacuna de financiamento existente no Brasil.

Importante destacar que a Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, conforme alterada (“ICVM 578”), que dispõe sobre os fundos de investimento em participações (“FIPs”), já se utiliza de limites bem maiores de faturamento para definir empresas de pequeno e médio porte no Brasil. A ICVM 578 possui duas modalidades de FIPs que são voltadas justamente para o investimento em pequenas e médias empresas: o chamado FIP Capital Semente e o FIP Empresas Emergentes.

Nos termos do art. 15, inciso I, da ICVM 578, as sociedades investidas pelo FIP Capital Semente devem possuir receita bruta anual de até R\$ 16 milhões apurada no último exercício social. Caso supere esse limite após o investimento, a sociedade deverá, em até 2 (dois anos), passar a seguir determinadas práticas de governança<sup>4</sup>.

Já se superar o limite de R\$ 300 milhões em faturamento, a investida do FIP Capital Semente também deverá atender mais algumas práticas ligadas à governança corporativa<sup>5</sup>. As sociedades investidas pelo FIP Capital Semente não podem ainda ser controladas por sociedades ou grupo de sociedades que apresentem ativo total superior a R\$ 80 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 100 milhões.

As sociedades investidas pelo FIP Empresas Emergentes devem atender o limite de receita bruta anual de R\$ 300 milhões antes do investimento e os requisitos já mencionados de governança. Ainda, tais sociedades

---

<sup>4</sup> Quais sejam: (i) passar a disponibilizar aos acionistas os contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de compra de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia; (ii) caso obtenha registro de categoria A perante a CVM, aderir a segmento especial de bolsa ou de balcão que assegure, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa previstas nos incisos I a IV do art. 8º da ICVM 578; e (iii) realizar auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM

<sup>5</sup> Mais especificamente a proibição de emissão de partes beneficiárias, mandato unificado de 2 anos para membros do conselho de administração e adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários.

não podem ser controladas por sociedades ou grupo de sociedades que apresentem ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões.

Percebe-se, assim, que a definição de sociedades elegíveis para investimento Capital Semente e Empresas Emergentes difere, e muito, da definição de sociedades empresárias de pequeno porte da ICVM 588 no que tange aos limites de receita bruta anual.

É verdade que os FIPs possuem restrição de investimento apenas aos chamados investidores qualificados, o que garante uma maior flexibilidade na regulação quando comparada a outras modalidades que podem ser acessadas por investidores qualificados. Também é verdade que os FIPs possuem gestão profissional de prestadores de serviço de administração de carteira autorizados a funcionar pela CVM.

Por outro lado, também é verdade que a ICVM 588 possui limites de captação anual por emissor, regra inexistente para as investidas de FIP, o que restringe as possibilidades de captação das empresas que elegem o *Crowdfunding* como forma de acesso ao mercado de capitais. Além disso, o *Crowdfunding* também possui limite de investimento individual anual para investidores considerados “público em geral”, o que restringe significativamente a exposição a risco e potenciais de perda de investidores que não atingem os critérios de qualificação previstos na Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, conforme alterada.

Por essa razão, a Crowdinvest entende que a grande disparidade entre o limite de receita bruta anual para empresas elegíveis a investimento de FIP Empresas Emergentes e de *Crowdfunding* não se mostra adequado. Na visão da Crowdinvest, tais regras devem ser consistentes e sistemáticas, estabelecendo os mesmos requisitos de governança a depender da categoria de receita bruta anual da sociedade.

Portanto, a Crowdinvest sugere a expansão dos limites de receita bruta anual de sociedades empresárias de pequeno porte, para fins da ICVM 588, equiparando-os com os limites da ICVM 578 e, desse modo, sendo exigidas as mesmas regras de governança prescritas na norma dos FIPs. Referidas regras de governança se somariam à exigência de escrituração de valores mobiliários que, conforme será explorado na seção III abaixo, entende-se que deveria ser aplicável apenas a sociedades que possuam receita bruta anual superior a R\$ 16 milhões e/ou que tenham seus valores mobiliários intermediados para negociação secundária pelas Plataformas.

De acordo com essa sugestão, seriam criados 2 (dois) *tiers* de sociedades empresárias de pequeno porte, conforme indicadas abaixo:

- (i) Sociedades com receita bruta anual de até R\$ 16 milhões apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta – estão dispensadas de seguir práticas de governança mínimas;



- (ii) Sociedades com receita bruta anual de até R\$ 300 milhões apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta – devem adotar as seguintes práticas de governança: (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 à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; e (iv) realizar auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

O modelo de níveis de sociedades elegíveis para ofertas públicas de *Crowdfunding*, com exigência de requisitos diferenciados a cada nível, já é aplicado com sucesso, por exemplo, na regulação norte-americana. Naquela jurisdição, a U.S. *Securities and Exchange Commission* (SEC) estabelece diferentes níveis de obrigações de reporte de informações financeiras para emissores a depender do volume captado<sup>6</sup>.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que a redação do inciso III do art. 2º seja alterada; que seja incluído o § 8º no art. 2º; e que a redação do inciso XI do art. 25 seja alterada, no seguinte sentido:

“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~~ 300.000.000,00 (~~trinta~~ trezentos milhões de reais);

.....

<sup>6</sup> De acordo com o §227.201(t)(1)(2)(3)(4) e §227.201(z)(3) do Title 17 → Chapter II → Part 227 - Regulation *Crowdfunding*, General Rules and Regulations. Disponível em: <<https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=ed9966c534236618301c862548b04995&mc=true&node=pt17.3.227&rgn=div5>>

# CROWDINVEST

ASSOC. BRAS. DE CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO

§ 8º As sociedades empresárias de pequeno porte que tiverem receita bruta anual, apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta, superior a R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais), devem seguir as seguintes práticas de governança:

I – assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração, conforme regulamentação específica da CVM;

II – disponibilizar aos investidores 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, 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 à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; e

IV – realizar auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM a partir do exercício social imediatamente subsequente ao encerramento da oferta.

.....

Art. 25 .....

XI – a ausência de obrigatoriedade de apresentação de demonstrações contábeis aos investidores e de exigência de auditoria independente das demonstrações, se for o caso.

## I.III. Elevação da receita bruta anual do grupo econômico passa a ser de R\$ 60M:

A última expansão de limites sobre a qual a Crowdinvest gostaria de se manifestar diz respeito ao limite da receita bruta anual do grupo econômico da sociedade empresária de pequeno porte que, nos termos do Edital, sugere-se que seja aumentada de R\$ 10 milhões para R\$ 60 milhões. A expansão maior desse limite, nos

termos do Edital, tem por finalidade permitir uma maior flexibilidade para empresas nascentes dentro de grupos econômicos maiores e empreendimentos imobiliários que contem com incorporadoras mais desenvolvidas.

## COMENTÁRIO CROWDINVEST

Um primeiro aspecto com relação a esse quesito é específico dos projetos de natureza imobiliária. Conforme indicado no Edital, a intenção de uma expansão maior do limite de grupo econômico é permitir que incorporadoras mais desenvolvidas possam realizar captações via *Crowdfunding* para seus projetos. Ocorre que, na visão da Crowdinvest, a limitação a grupos econômicos com receita bruta consolidada anual superior a R\$ 60 milhões seguirá sendo, especificamente para o mercado imobiliário, um limitador que irá alijar a grande maioria das incorporadoras desse mercado.

Isso porque a experiência de plataformas associadas à Crowdinvest que atuam especificamente no setor imobiliário sugere que a incorporação de, em média, 2 (dois) empreendimentos imobiliários de pequeno ou médio porte já seriam suficientes para atingir a receita bruta anual consolidada de R\$ 60 milhões. Portanto, considerando que o mercado imobiliário trabalha com a constituição de sociedades de propósito específico (SPEs) para cada empreendimento, para segregação de risco e patrimônio, mas que referidas SPEs compõem o mesmo grupo econômico, mesmo as incorporadoras de menor porte terão dificuldade em atender o limite de grupo econômico de R\$ 60 milhões, restringindo demasiadamente a participação do *Crowdfunding* nesse setor.

Para que não se corra o risco de desvirtuar a finalidade da ICVM 588 de apoio a pequenas e médias empresas, mas considerando as especificidades e montantes médios envolvidos no setor imobiliário, a Crowdinvest sugere a criação de uma exceção ao limite de grupo econômico para empresas que tenham como atividade fim a incorporação e exploração de empreendimentos imobiliários. Para esse setor especificamente, a proposta é que não haja limite de grupo econômico, sendo considerado apenas o limite de receita bruta anual da sociedade empresária de pequeno porte emissora.

A segunda sugestão com relação a esse limite decorre da sugestão de expansão do limite de receita bruta anual consolidada da sociedade empresária de pequeno porte indicado na seção I.II. acima. Caso esta D. CVM acate a sugestão de criação de *tiers* de sociedades empresárias de pequeno porte em linha com os limites de receita bruta presentes na ICVM 578, a Crowdinvest sugere que os limites de grupo econômico também acompanhem a regra de FIP.

Assim, os limites de grupo econômico seriam divididos da seguinte forma:

- (i) 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;

- (ii) 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.

Vale mencionar também que a norma de *Crowdfunding* de diversas jurisdições estrangeiras não apresenta limite de faturamento por grupo econômico<sup>7</sup>. Em jurisdições que apresentam tal limite, como a regulação da *Australian Securities and Investments Commission* (ASIC), o valor se encontra em AUD\$ 25 milhões (equivalente a, aproximadamente, R\$ 90 milhões na cotação atual).

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que a redação do §3º do art. 2º seja alterada e que sejam criados o §3º-A e §3º-B do art. 2º, no seguinte sentido:

“Art. 2º .....

§ 3º As sociedades empresárias de pequeno porte que tiverem receita bruta anual, apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta, de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais), não

---

<sup>7</sup> A esse respeito, citam-se as seguintes regulações: Estados Unidos da América – *Electronic Code of Federal Regulations*. Disponível em: <<https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=ed9966c534236618301c862548b04995&mc=true&node=pt17.3.227&rgn=div5>>; Portugal – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (Lei nº 102/2015). Disponível em: <[https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/LegislacaoComplementar/SistemaFinanceiroSupervisaoCMVM/Pages/Lei102\\_2015\\_crowdfunding.aspx?v=>](https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/LegislacaoComplementar/SistemaFinanceiroSupervisaoCMVM/Pages/Lei102_2015_crowdfunding.aspx?v=>)>; Itália – *Commissione Nazionale Per le Società e la Borsa*. Disponível em: <<http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/reg18592e.htm>>; Espanha – Ley 5/2015. Disponível em: <<https://www.boe.es/buscar/doc.php?lang=en&id=BOE-A-2015-4607>>; e França – *Règlement Général de L’Autorité des Marchés Financiers* (AMF). Disponível em: <<https://reglement-general.amf-france.org/eli/fr/aa/amf/rg/20200208/notes/en.pdf>>.

podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresente ativo total superior a R\$ 80.000.000,00 (oitenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais), no encerramento do exercício social imediatamente anterior à oferta.

§ 3º-A As sociedades empresárias de pequeno porte que tiverem receita bruta anual, apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta, de até R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), 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\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), no encerramento do exercício social imediatamente anterior à oferta.

§ 3º-B O disposto nos § 3º e §3º-A acima não se aplica 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 emissora se sujeitará às regras contidas no § 3º ou no §3º-A, conforme aplicável.

## II. Expansão das Possibilidades de Divulgação da Oferta

No que diz respeito à expansão das possibilidades de divulgação das ofertas de *Crowdfunding*, o Edital reconhece que as atuais restrições dificultam que o novo valor alvo máximo das ofertas possa ser alcançado. Apesar de afirmar que as preocupações que motivaram a imposição das restrições de divulgação das ofertas se mantêm e estão relacionadas à dificuldade de supervisão de informações conflitantes sobre a oferta que possam surgir em diferentes ambientes na internet, esta D. CVM – muito acertadamente, na visão da Crowdinvest – propõe a revisão do modelo atual da ICVM 588.

De acordo com a nova redação do art. 11 da ICVM 588, as ofertas poderão ser divulgadas livremente, inclusive com a utilização de material publicitário, desde que referidas publicidades se restrinjam a um conteúdo máximo de informações disposto pela regra e que haja um redirecionamento do investidor para a página da Plataforma, alertando para a necessidade de compreensão das informações essenciais da oferta.

No entender da CVM, as informações essenciais 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.

### COMENTÁRIO CROWDINVEST

Mais uma vez é preciso elogiar a postura desta D. CVM no atendimento de um importante pleito das Plataformas e demais participantes da indústria de *Crowdfunding* para flexibilização das restrições de marketing das ofertas, que limitavam em demasia o alcance das distribuições e impediam a captação de ofertas de maior volume e com perfil de investidor mais pulverizado.

O primeiro comentário da Crowdinvest a esse respeito é, na verdade, um pedido de esclarecimento a respeito da melhor interpretação da regra. É notório que em determinados momentos e a depender dos emissores de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiros, o sucesso de uma oferta pública depende de uma consulta prévia sobre a viabilidade da mesma.

Referido procedimento é regido pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada (“ICVM 400”), que, em seu art. 43, permite a consulta a potenciais investidores pelo ofertante ou pelo intermediário líder para apurar a viabilidade ou o interesse em uma eventual oferta pública de valores mobiliários. Nos termos da ICVM 400, essa consulta não deve exceder 50 (cinquenta) investidores, cujos nomes, data, hora e resposta da consulta devem ser mantidos em lista pelo ofertante ou intermediário, e ter critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo, caso já tenha havido a contratação prévia de instituição intermediária pelo ofertante. Ainda, referida consulta não deve vincular as partes e os investidores procurados devem manter sigilo sobre a intenção de realizar aquela oferta.

Não obstante, a ICVM 588 não trata sobre esse mecanismo para ofertas públicas de *Crowdfunding*, deixando uma dúvida razoável no mercado sobre a aplicabilidade dos dispositivos da ICVM 400 como regra geral de ofertas públicas no mercado de capitais.

Nesse sentido, a Crowdinvest gostaria de obter confirmação de que os dispositivos da ICVM 400, a respeito da consulta sobre a viabilidade da oferta, podem também ser utilizados pelas sociedades empresárias de pequeno porte e Plataformas que tiverem a intenção de realizar determinada oferta nos termos da ICVM 588.

Indo além dos dispositivos constantes da ICVM 400, algumas Plataformas associadas à Crowdinvest possuem especial interesse em obter os seguintes esclarecimentos:

- (i) seria possível divulgar dados do setor/segmento de atuação da potencial emissora, bem como dados da potencial emissora e do projeto que estarão captando recursos anteriormente ao início da oferta, desde que observadas as regras da ICVM 400?
- (ii) 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?

Ultrapassado esse ponto, objeto de dúvida, a Crowdinvest sugere que o §1º do art. 11 seja mais claro a respeito do entendimento da CVM a respeito da consulta de viabilidade de oferta, dentre outros ajustes abaixo explicitados a esse respeito.

Um deles refere-se à indicação mais explícita de que a divulgação da oferta seria livre em qualquer ambiente digital. Outro ajuste refere-se aos incisos do §1º, que trazem o conteúdo das informações máximas sobre a oferta. Nesse ponto, a Crowdinvest sugere que seja incluído inciso permitindo que seja divulgada a expectativa de rentabilidade da oferta, prática muito comum em outras jurisdições internacionais.

Além de estar alinhada às práticas internacionais de divulgação de ofertas públicas de *Crowdfunding* de investimento, a divulgação da expectativa de rentabilidade poderia trazer, ainda, um importante benefício de padronização da informação que chega ao potencial investidor, permitindo a ele comparar de forma simples as diferentes ofertas públicas disponíveis no mercado.

A fim de conferir maior proteção e clareza a esse investidor, a Crowdinvest sugere também um ajuste de redação do *disclaimer* previsto no inciso III do §1º do art. 11, a fim de deixar claro que “qualquer rentabilidade divulgada nesta comunicação representa um valor projetado, que pode não se concretizar”.

Por fim, a Crowdinvest sugere que seja incluído um novo parágrafo §1º-A, para esclarecer que outros membros do sistema de distribuição brasileiro, como corretoras e agentes autônomos de investimento a elas vinculados, possam também realizar a divulgação de ofertas públicas de *Crowdfunding*, respeitado o conteúdo máximo e a necessidade de redirecionamento para o ambiente da Plataforma. Não se pretende, com essa sugestão, que a distribuição dos valores mobiliários de ofertas ICVM 588 seja também realizada por esses agentes tradicionais do sistema, mas apenas que seja conferida segurança jurídica para que eles possam veicular as peças publicitárias elaboradas em estrita observância ao art. 11.

O benefício de inclusão expressa dessa possibilidade na regra se deve a um aspecto prático, e não jurídico. Pela leitura do Edital da proposta de redação para o art. 11, §1º, nele contida, já existe a impressão de que a divulgação das ofertas com o novo conteúdo máximo criado já seria livre, sem restrição a qualquer pessoa ou ambiente, seja ele regulado ou não por esta D. CVM. Entretanto, por serem agentes integrantes do sistema de distribuição e desenvolverem atividades reguladas, a primeira impressão das Plataformas associadas à Crowdinvest é de que existe um interesse de corretoras e agentes autônomos de investimento em participar da divulgação das ofertas ICVM 588, mas que esse interesse estaria esbarrando na incerteza desses agentes quanto às novas possibilidades que seriam introduzidas com o novo regime da ICVM 588.

Portanto, a Crowdinvest sugere que seja incluído dispositivo expresso autorizando a divulgação das informações máximas das ofertas por qualquer agente integrante do sistema de distribuição ou, alternativamente, que a CVM apresente resposta no relatório da presente Audiência Pública esclarecendo que essa divulgação é permitida.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, pede-se, inicialmente, a confirmação do entendimento desta D. CVM a respeito da aplicabilidade do art. 43 da ICVM 400, que trata da consulta de viabilidade de oferta, às ofertas de *Crowdfunding*, permitindo que sociedades empresárias de pequeno porte e Plataformas que tiverem a intenção de realizar determinada oferta também possam realizar procedimento de consulta sobre a viabilidade da oferta, além de eventuais ajustes no texto normativo caso esta autarquia entenda necessário.

Adicionalmente, propõe-se que a redação do §1º do art. 11 seja alterada; que seja incluído o inciso III no §1º do art. 11; e que seja incluído o §1º-A no art. 11, no seguinte sentido:

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

§ 1º É permitida a divulgação da oferta pública com dispensa de registro realizada nos termos desta Instrução em meio eletrônico diverso daquele indicado no caput, inclusive com a utilização de material publicitário, desde que:

I – REVOGADO

II – sejam veiculadas, no máximo, as seguintes informações sobre a oferta:

- a) o tipo de valor mobiliário ofertado;
- b) os valores alvo mínimo e máximo da captação;
- c) eventual valor mínimo de investimento; e
- d) breve histórico e descrição das atividades da emissora; e
- e) expectativa de rentabilidade da oferta, quando aplicável; e

III – seja destacado o direcionamento eletrônico para as informações essenciais da oferta, na página da plataforma na rede mundial de computadores, em observância ao art. 8º, com os seguintes dizeres: “Qualquer rentabilidade divulgada nesta comunicação representa um valor projetado, que pode vir a não se concretizar. Não invista antes de entender as informações essenciais da oferta”;



[§1º-A É permitida a divulgação da oferta disposta nos termos do §1º por qualquer pessoa, incluindo outros agentes integrante do sistema de distribuição brasileiro previsto no art. 15 da Lei 6.385/76](#)”

### III. Escrituração dos Valores Mobiliários

Outra inovação trazida pelo Edital 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 pelo Edital seria exigida do emissor desde o momento da oferta pública e durante toda a existência do valor mobiliário ofertado.

Entre os objetivos de tal exigência estão a busca por maior segurança para o investidor sobre a titularidade do seu valor mobiliário e a criação de um ambiente de intermediação de compra e venda de valores mobiliários pela Plataforma, sendo necessária para assegurar que os valores mobiliários transacionados são efetivamente de titularidade dos investidores que protagonizam as operações.

O Edital propõe, ainda, a mudança de determinados dispositivos da Instrução CVM nº 543, de 20 de dezembro de 2013, a fim de permitir que as próprias Plataformas prestem tal serviço e que o mesmo possa ser prestado com menores custos e com o uso de tecnologias inovadoras, aumentando a concorrência no setor e utilizando o *Crowdfunding* como ambiente de teste para essas novas soluções.

#### COMENTÁRIO CROWDINVEST

##### III.I. Proposta principal para o tratamento da escrituração:

Apesar de entender o racional da proposta do Edital de conferir maior segurança a respeito da titularidade dos valores mobiliários, especialmente em meio a uma proposta de início de intermediação secundária facilitada pelas Plataformas, a Crowdinvest entende que a exigência de escrituração para todo e qualquer valor mobiliário emitido por intermédio da ICVM 588 aumentará sobremaneira os custos das ofertas públicas, possivelmente inviabilizando a contratação desses serviços por micro e pequenas empresas, afastando da indústria justamente aqueles que a regra mais busca abarcar.

Atualmente, o serviço de escrituração apresenta altos custos de contratação, tendo-se em vista que exige de seu prestador uma série de requisitos, sistemas e controles internos para garantia do cumprimento dos dispositivos da ICVM 543.

A Crowdinvest concorda que a utilização de novas tecnologias, como a infraestrutura de *blockchain*, tende a reduzir os custos desse serviço e, possivelmente, tornará inócua uma série de obrigações e requisitos da ICVM 543, considerando o grau de confiabilidade e segurança que esses protocolos carregam por natureza.

Entretanto, a utilização desses sistemas por prestadores de serviço brasileiros ainda é desconhecida e não se pode presumir, por meio de uma regulação, que os altos custos de contratação de um escriturador tradicional farão com que as Plataformas consigam desenvolver soluções para baratear esse serviço para a indústria de *Crowdfunding*.

Por essa razão, a Crowdinvest propõe uma solução alternativa para permitir o acompanhamento do comportamento do mercado no que tange à criação de soluções criativas e utilização de tecnologias inovadoras na prestação dos serviços de escrituração.

A proposta da Crowdinvest é no sentido de 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, que estariam classificadas no *tier 2* proposto na seção I.II 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, a Crowdinvest entende que o mercado de *Crowdfunding* poderá seguir sendo um ambiente de teste para novas tecnologias aplicadas aos serviços de escrituração, uma vez que a tendência natural é a de que as Plataformas que desejarem se registrar e demais participantes registrados, nos termos da ICVM 543, busquem desenvolver mecanismos mais baratos de controle de titularidade de valores mobiliários que possam ser arcados por sociedades com receita bruta pouco superior a R\$ 16 milhões, sem que isso represente um ônus irrazoável para micro e pequenas empresas que desejem se financiar por meio do *Crowdfunding*, mas que não tenham receita suficiente para arcar com os serviços de escrituração.

Ainda, essa solução exigirá que todo emissor que desejar ter seus valores mobiliários transacionados de forma secundária, com a facilitação das Plataformas, seja obrigado a contratar serviços de escrituração, garantindo o controle de titularidade necessário para dar segurança às partes envolvidas nessa transação secundária.

Com a flexibilização de limites e potencial crescimento dessa indústria, é natural que a CVM passe a exigir maiores obrigações de emissores e Plataformas, mas, no entender da Crowdinvest, essas novas obrigações não devem afetar ofertas e emissores que sigam realizando operações próximas aos limites originais da ICVM 588. Daí porque a Crowdinvest entende que o melhor modelo é a divisão das sociedades empresárias de pequeno porte em níveis (*tier 1* e *tier 2*), passando a escrituração a ser exigida apenas dos emissores que se encontrarem no *tier 2* e, portanto, dos que se afastarem dos limites originais do *Crowdfunding*, sendo razoável esperar deles maiores controles e salvaguardas.

Considerando que o próprio Edital afirma que “a CVM possui um histórico muito baixo de reclamações de investidores em relação à atuação das plataformas e que tampouco foi observado, até o

momento, a ocorrência de fraudes, o que, em princípio, pode ser considerada uma evidência positiva do trabalho de seleção das sociedades empresárias de pequeno porte por parte das plataformas”, extrai-se que a ausência de escrituração dos valores mobiliários não tem sido um empecilho para o bom desenvolvimento desse mercado até o momento.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que a redação do inciso XV do art. 19; inciso V do art. 20; e item “h” da Seção 1 do Anexo 8 seja alterada, no seguinte sentido:

“Art. 19 .....

XV – assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração, conforme regulamentação específica da CVM, quando a sociedade empresária emissora:

- a) apresentar receita bruta anual superior R\$ 16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais), apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta; ou
- b) se utilizar da atividade de intermediação secundária dos seus valores mobiliários, nos termos dos §4º e §5º do art. 28 desta Instrução”

“Art. 20.....

V – a contratação e manutenção, pelo emissor, dos serviços de escrituração dos valores mobiliários de emissão da sociedade empresária de pequeno porte, nas hipóteses exigidas pelo art. 19, inciso XV, desta Instrução, ~~conforme regulamentação específica”~~

“Seção 1. ....

h) identificação do prestador do serviço de escrituração dos valores mobiliários, quando existente.”  
(NR)

### III.II. Proposta Alternativa para o tratamento da escrituração:

Alternativamente, caso esta D. CVM entenda que a falta de escrituração de valores mobiliários já é uma preocupação insuperável para as ofertas realizadas nos atuais limites da ICVM 588, e que emissores e Plataformas já devem se preocupar com a garantia e aprimoramento dos mecanismos de registro dos titulares de valores mobiliários emitidos nos termos da ICVM 588, 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.

De acordo com essa proposta, os emissores de valores mobiliários de *Crowdfunding* não seriam obrigados a contratar prestadores de serviço de escrituração registrados de acordo com a ICVM 543, mas a manter sistemas e controles próprios ou terceirizados que garantam o registro eficaz e seguro da titularidade dos valores mobiliários de sua emissão. Os diretores responsáveis das Plataformas ficariam responsáveis por verificar e garantir a eficácia dos sistemas antes da realização da oferta, respondendo por eventuais ofertas realizadas por emissores que não contarem com sistemas eficazes, em conformidade com o princípio da razoabilidade.

A definição de diretor responsável como centro de imputação de responsabilidade para garantia de determinada obrigação tem representado uma importante estratégia regulatória para incentivar agentes regulados a se manterem respeitando a regulação em vigor, uma vez que referido diretor se torna pessoalmente responsável e possui incentivo óbvio para tomar todas as medidas razoavelmente esperadas para o cumprimento da referida regra.

Ainda, a imposição de uma regra de conduta principiológica, com a exigência da adoção de controles e sistemas eficazes de controle da titularidade de valores mobiliários, pode ser uma importante solução para que as Plataformas avaliem a exigência de controles mais ou menos rigorosos a depender do tamanho do emissor e da complexidade exigida dos sistemas e a depender do tipo de valor mobiliário ofertado.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, em caso de adoção da proposta alternativa, propõe-se a inclusão do §1º no art. 39, no seguinte sentido:

“Art. 39 .....

§1º Sem prejuízo do disposto no caput, compete ao diretor responsável pela atividade da plataforma eletrônica de investimento participativo perante a CVM assegurar que as sociedades empresárias de pequeno porte emissoras de valores mobiliários ofertados por intermédio da plataforma mantenham sistemas e controles adequados ao seu porte e ao tipo de valor mobiliário ofertado, a fim de assegurar o registro eficaz e seguro da titularidade de tais valores mobiliários.

## IV. Estrutura das Plataformas

Outro conjunto de mudanças sugerido pelo Edital diz respeito ao aprimoramento da estrutura das Plataformas, visto como necessário pela CVM diante do crescimento do número de participantes registrados e diante do aumento da preocupação com eventual falta de estrutura compatível com o exercício de uma atividade regulada.

Nesse sentido, o Edital propõe duas medidas: (i) o aumento do valor do capital social mínimo para que tais plataformas pleiteiem registro perante a CVM, de R\$ 100 mil para R\$ 200 mil; e (ii) exigência de um profissional voltado para a atividade de controles internos a partir do momento em que o somatório das captações realizadas pela Plataforma atingir R\$ 15 milhões em um mesmo exercício social.

## COMENTÁRIO CROWDINVEST

O primeiro comentário da Crowdinvest a respeito desse conjunto de medidas é, na verdade, um pedido de esclarecimento sobre o alcance da exigência de aumento do valor do capital social mínimo. Considerando-se que a exigência do valor mínimo de capital social consta da Seção III – Pedido de Autorização, referida mudança será aplicável apenas às novas plataformas que solicitarem registro a partir da entrada em vigor da Instrução que promover os ajustes na ICVM 588 ou as Plataformas já registradas perante a CVM também deverão se ajustar, para comprovar o atingimento do novo capital social mínimo?

Sobre a exigência de se exigir um profissional voltado para a atividade de controles internos a partir do atingimento do volume de R\$ 15 milhões em um mesmo exercício social, considerando não ter sido sugerida proposta de redação para alteração da ICVM 588 na Minuta constante do Edital, questiona-se:

- (i) o profissional de *compliance* deverá apresentar alguma formação ou experiência específica para cumprir tal função? Em caso positivo, a Crowdinvest sugere que a nova redação da ICVM 588 deixe claro que o profissional poderá ter sua capacidade atestada por meio da realização de cursos ou experiência específica na área de *compliance*; e
- (ii) a exigência de 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?

## V. Regime Informacional

Uma das alterações mais relevantes seria a exigência de realização de auditoria das demonstrações financeiras dos emissores que tiverem ultrapassado o valor de R\$ 5 milhões de receita bruta anual, assunto que o Edital chama a atenção como de interesse especial da CVM com relação à adequação desse patamar.

Além disso, no que tange ao aprimoramento do regime informacional das ofertas realizadas nos termos da ICVM 588, a minuta propõe uma série de alterações no conteúdo do Anexo 8, que trata das informações essenciais da oferta, com especial destaque para o aprimoramento de informação sobre a expectativa de participação dos investidores após a conversão de valores mobiliários conversíveis e a inauguração de um conjunto de informações específico para valores mobiliários não conversíveis.

## COMENTÁRIO CROWDINVEST

Conforme já indicado na seção I.II da presente Manifestação, a Crowdinvest sugere a criação de 2 *tiers* de sociedades empresárias de pequeno porte, acompanhando os limites de receita bruta anual e exigências de governança aplicáveis às sociedades investidas dos FIP Capital Semente e Empresas Emergentes dispostos na ICVM 578.

Um dos requisitos de governança exigido das sociedades investidas por FIPs é justamente a auditoria das demonstrações financeiras por auditor independente registrado na CVM, que se aplica apenas a sociedades com receita bruta anual superior a R\$ 16 milhões. Assim, em prol da sistemática e coerência entre as regras editadas por esta D. Autarquia, sugere-se que a exigência de auditoria independente nas demonstrações financeiras se aplique apenas às sociedades emissoras com receita bruta anual superior a R\$ 16 milhões, em substituição ao limite de R\$ 5 milhões proposto pelo Edital.

Ainda a esse respeito, faz-se referência aos argumentos já apontados na seção III desta Manifestação, que externam a posição da Crowdinvest de que novas obrigações com a finalidade de conferir maiores responsabilidade a emissores em razão da expansão dos limites das ofertas não devem afetar operações que sigam realizando captações próximas aos limites originais da ICVM 588. A imposição dessas novas regras aos emissores dos padrões atuais traria ônus injustificado a empresas já elegíveis às operações de *Crowdfunding* que, como vem sendo identificado pela fiscalização da CVM, é um mercado que não apresenta alto número de reclamações ou identificação de fraudes.

Além do aumento do limite mínimo de receita bruta anual para justificar a exigência de auditoria independente, a Crowdinvest sugere que, em qualquer caso, referida exigência deveria se aplicar apenas a partir do exercício social subsequente à oferta. Isso porque, a imensa maioria das sociedades que hoje procuram Plataformas para estruturar e distribuir seus valores mobiliários não conta com auditoria independente realizada por agentes registrados pela CVM, 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*.

Um último comentário com relação à exigência de auditoria independente diz respeito à sua incompatibilidade com a prática de mercado do setor imobiliário. Conforme comentários sugeridos por Plataformas associadas à Crowdinvest que se dedicam exclusivamente ao setor imobiliário, é muito comum que as SPEs criadas para o desenvolvimento de determinado projeto não contem com auditoria independente de suas demonstrações financeiras mesmo nos casos de empreendimentos de maior porte.

Isso porque a estrutura de segregação de patrimônio em SPEs faz com que os balanços dos diferentes empreendimentos não se comuniquem, afastando os benefícios da auditoria de cada uma das SPEs para consolidação dos números do grupo econômico.

Por fim, a Crowdinvest sugere também que seja realizado um ajuste de redação no item k da Seção 6 do Anexo 8, a fim de deixar clara a possibilidade de inclusão de fórmulas de cálculo variáveis para demonstrar a estrutura de capital futura do emissor, no caso de dívidas conversíveis que não tenham *valuation* de conversão objetivamente definido no momento da oferta.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se a inclusão do §8º no art. 2º, em complemento à sugestão apresentada na seção I.II desta Manifestação; e o ajuste na seção 1, item e) do Anexo 8; e na Seção 6, item k) do Anexo 8, no seguinte sentido:

“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~~ 300.000.000,00 (~~trinta~~ trezentos milhões de reais);

.....

§ 8º As sociedades empresárias de pequeno porte que tiverem receita bruta anual, apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta, superior a R\$ 16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais), devem seguir as seguintes práticas de governança:

# CROWDINVEST

ASSOC. BRAS. DE CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO

I – assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração, conforme regulamentação específica da CVM;

II – disponibilizar aos investidores 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, 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 à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; e

IV – realizar auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM a partir do exercício social imediatamente subsequente ao encerramento da oferta.

“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~~ R\$ 16.000.000,00 (~~cinco~~ dezesseis milhões de reais), as demonstrações devem ser auditadas por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários a partir do exercício social imediatamente subsequente ao encerramento da oferta;

“Seção 6. ....

k) apresentar a estrutura de capital social atual e futura do emissor, considerando a conversão de todos os valores mobiliários de sua emissão e de acordo com fórmula de cálculo prevista no valor mobiliário, se for o caso, bem como refletindo os planos de remuneração baseada em ações; e

## VI. Aprimoramento de Mecanismos Operacionais da Oferta



Determinados mecanismos operacionais da oferta também são objeto de revisão pelo Edital, com a incorporação de importantes avanços, 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 de os valores captados transitarem por meio das contas da Plataforma, caso estas atuem como instituições de pagamento.

## COMENTÁRIO CROWDINVEST

O primeiro comentário da Crowdinvest nesta seção é também um pedido de esclarecimento sobre o fim da limitação a respeito do uso dos recursos captados para operações societárias. Com a nova redação dada ao art. 3º, inciso V, passa a ser permitida, por exemplo, a captação de recursos para uma sociedade *holding*, cujo objeto social seja, por exemplo, o investimento em outras sociedades empresárias de pequeno porte e *start-ups*?

O esclarecimento se faz necessário em razão das dificuldades que vêm sendo enfrentadas para a utilização em larga escala dos chamados sindicatos de investimento participativo, que ainda não são muito utilizados nas ofertas. Há tempos os participantes da indústria de *Crowdfunding* vêm discutindo modelos de veículos que possibilitem a descentralização de investimentos em sociedades de pequeno porte, criando um *pool* de investidores para participar em diversas ofertas de *Crowdfunding*, mas ainda sem um modelo que seja consenso entre os participantes.

O fim da limitação de destinação dos recursos para operações societárias parece abrir uma porta para uma forma de estruturação e captação de recursos para esse veículo, que estaria restrito ao tipo de sociedade empresarial, para atendimento da definição prevista no art. 2º, inciso III, da ICVM 588, mas que permitiria a participação em mais de uma oferta de *Crowdfunding* ou até mesmo em outras modalidades de investimento. Por isso, a Crowdinvest gostaria que esta D. CVM se manifestasse a respeito dessa interpretação e sobre se a estrutura aventada acima seria ou não permitida à luz da nova redação da ICVM 588.

Um segundo comentário é relacionado à proposta de instituir a possibilidade de os valores captados nas ofertas transitarem por meio das contas da Plataforma, caso a mesma atue como instituição de pagamento, conforme regulamentação do Banco Central do Brasil (“BCB”). A Crowdinvest entende que a discussão sobre a possibilidade de transação de valores captados por meio de contas da Plataforma é muito importante para a garantia de maior eficiência e redução de custos relacionados com o fluxo financeiro dos aportes realizados pelos investidores.

Atualmente, as Plataformas trabalham com a contratação de serviços de pagamento terceirizados que encarecem em grande medida os modelos financeiros, o que naturalmente se reflete nas taxas de estruturação

e distribuição cobradas pelas Plataformas. A exclusão de intermediários, com a possibilidade de transação de valores por contas da própria plataforma, certamente reduziria tais custos e tornaria o fluxo financeiro das ofertas mais eficiente.

Apesar de reconhecer a origem das preocupações da CVM com riscos decorrentes do recebimento de recursos, pelas Plataformas, antes do encerramento da oferta, a Crowdinvest entende que ninguém melhor do que as próprias Plataformas, como agentes regulados pela CVM e que operam como *gatekeepers* do mercado de *Crowdfunding*, para transacionar e manter a higidez e segurança desses valores.

O modelo de contas de pagamento sugerido pelo Edital é, na visão da Crowdinvest, uma boa alternativa e que pode trazer soluções de pagamento desenvolvidas pelas próprias Plataformas, retirando intermediários desnecessários.

Apesar de a Minuta não ter indicado uma sugestão de ajuste de redação para o §1º do art. 5º da ICVM 588, que atualmente veda o trânsito de montantes captados em contas correntes mantidas em nome da plataforma e do investidor líder, seus sócios, administradores e pessoas ligadas, é preciso fazer, de início, uma sugestão de substituição da exigência de atuação das Plataformas como “instituição de pagamento” para a expressão “***caso atuem no âmbito de arranjos de pagamento instituídos conforme regulamentação do Banco Central***”.

Isso porque a exigência de que as Plataformas atuem como instituição de pagamento de acordo com as regras do BCB pode suscitar dúvida sobre a necessidade do registro formal das mesmas como instituição de pagamento, o que, conforme Circular N° 3.885, de 26 de março de 2018, deve apenas ser solicitado 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. Como se vê, referidos valores são incompatíveis com a realidade do montante transacionado pelas Plataformas, razão pela qual dificilmente uma Plataforma solicitará registro perante o BCB como instituição de pagamento.

Não obstante, enquanto não atinge tais limites, qualquer pessoa pode participar de arranjo de pagamentos constituído de acordo com as normas do BCB desempenhando função de instituição de pagamento, razão pela qual a expressão “caso atuem no âmbito de arranjos de pagamento instituídos conforme regulamentação do Banco Central” parece ser mais adequada.

Além do modelo de contas de pagamento, a Crowdinvest entende que é possível também a 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.

Ainda, sugere-se que, no contrato com o emissor, conste obrigação da Plataforma de apenas movimentar os valores recebidos na referida conta no momento do encerramento da oferta para a transferência de recursos ao emissor, descontadas eventuais taxas de direito das Plataformas que estejam previstas no contrato. Assim, referidas contas-correntes funcionariam, basicamente, como “contas vinculadas” individuais e relacionadas com cada oferta, impedindo a comunicação do montante de ofertas distintas na conta corrente de caixa da Plataforma e a utilização de montantes captados em uma oferta para honrar obrigações ou realizar transferência para emissores de outras ofertas.

Eventuais descumprimentos das obrigações contratuais e do disposto nas informações essenciais da oferta seriam tratados nos termos dos remédios de inadimplemento dos contratos com emissores e em apurações de responsabilidade da CVM por meio de processos administrativos sancionadores, como qualquer outro descumprimento regulatório.

Por fim, a Crowdinvest sugere que sejam feitos os ajustes pertinentes na regra ou esclarecimento a respeito da admissibilidade de estruturas de “subordinação” que viabilizem a participação de investidores com diferentes perfis e apetites a risco. As estruturas poderiam ser viabilizadas por meio da oferta simultânea de mesmo valor mobiliário (no caso de sociedades limitadas), ou mais de uma série em uma mesma emissão (no caso de sociedades anônimas que possam emitir debêntures), desde que exclusivamente diferenciados por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se o ajuste no §1º do art. 5º e no inciso VIII do art. 28, no seguinte sentido:

““Art. 5º .....

§ 1º Os montantes transferidos pelos investidores podem transitar em contas de pagamento da plataforma, caso atuem no âmbito de arranjos de pagamento instituídos conforme regulamentação do Banco Central, ou em contas correntes de titularidade da plataforma individuais e específicas para cada oferta, não podendo ~~não podem~~ transitar por contas correntes:

I – REVOGADO;

II – mantidas em nome de sócios, administradores, e pessoas ligadas à plataforma; ou

III – mantidas em nome de empresas controladas pelas pessoas mencionadas nos incisos I e II deste parágrafo;

IV – mantidas em nome do investidor líder;

V – mantidas em nome dos sócios, administradores e pessoas vinculadas ao investidor líder, se este for pessoa jurídica; e

VI – mantidas em nome de empresas controladas pelo investidor líder ou por seus sócios, administradores e pessoas vinculadas, se este for pessoa jurídica.”

“Art. 28.....

VIII – ~~receber depósitos dos montantes disponibilizados pelos investidores em conta corrente ou~~ realizar qualquer atividade privativa de instituição financeira;”

## VII. Intermediação Secundária

Outro aspecto do Edital que se encaixa perfeitamente com os pleitos dos participantes da indústria de *Crowdfunding* nos últimos anos é a inclusão da possibilidade de realização de tipo de intermediação secundária de valores mobiliários pela Plataforma.

A proposta da CVM é que essa intermediação secundária comece de forma conservadora, permitindo que a plataforma atue como uma facilitadora de negócios apenas entre os investidores que tenham participado de uma ou mais ofertas do mesmo emissor. A intenção é 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.

Essa preocupação, na visão da CVM, se torna importante considerando-se que as sociedades empresárias de pequeno porte não se submetem a registro como companhia aberta e, conseqüentemente, não estão sujeitas ao regime de prestação de informações típico dos emissores de valores mobiliários tradicionais.

Para que a Plataforma possa atuar como facilitador dessas transações secundárias, deve assegurar (i) que os valores mobiliários sejam objeto de escrituração, bem como garantir a titularidade dos valores mobiliários por parte dos vendedores, (ii) que os compradores também adquiriram valores mobiliários do mesmo emissor e, ainda, (iii) que a entrega do valor mobiliário só ocorra mediante o pagamento, auxiliando os investidores nos trâmites necessários para a correta transferência dos valores mobiliários.

## COMENTÁRIO CROWDINVEST

Mais uma vez é preciso elogiar a iniciativa da CVM em ouvir o mercado e propor uma solução que permita a inauguração da intermediação secundária de valores mobiliários emitidos no modelo de *Crowdfunding*. Apesar de concordar que um eventual mercado secundário de *Crowdfunding* teria liquidez muito menor quando comparada à liquidez média das ações de companhias abertas tradicionais, a Crowdinvest entende que o

oferecimento de uma porta de saída para os investidores – que não apenas a negociação privada – é fundamental para atrair mais investidores para esse mercado e acelerar o desenvolvimento da indústria.

No modelo hoje estabelecido, após adquirir os valores mobiliários de sociedades empresárias de pequeno porte, os investidores se encontram, basicamente, “presos” aos títulos por eles adquiridos por todo o seu prazo de duração. Muitas vezes, esses investidores necessitam de uma saída para o investimento em razão de uma necessidade repentina de caixa ou em razão da identificação de outras oportunidades de investimento, inclusive no próprio *Crowdfunding*. Entretanto, esses investidores apenas obtêm sucesso na saída antecipada do investimento se conhecerem e realizarem uma venda direta e privada de seus valores mobiliários.

Portanto, qualquer modelo de organização de uma intermediação secundária pelas plataformas é extremamente benéfico para que os investidores enxerguem uma possível forma de encontro de potenciais compradores de seus valores mobiliários antes do prazo de duração daquele título, e para que outros investidores decidam aumentar sua exposição ou entrar em determinada operação após perceberem bons resultados das empresas emissoras.

#### VII.I. Expansão do conjunto de investidores elegíveis a transações secundárias intermediadas pela Plataforma:

Nesse sentido, a Crowdinvest gostaria de propor um modelo complementar para a intermediação secundária, que permita que outros investidores que não adquiriram valores mobiliários daquele emissor específico, mas que se encontrem ativos e cadastrados nas Plataformas, também possam participar das negociações secundárias facilitadas pela Plataforma. A intenção da Crowdinvest é propor soluções que sigam mitigando os riscos de assimetria informacional, mas que possam aumentar o conjunto de investidores elegíveis para as negociações e, conseqüentemente, aumentar a liquidez do mercado de *Crowdfunding*.

Apenas para esclarecimento, sugere-se a inclusão da seguinte definição de “investidor ativo” na ICVM 588: “***significa o investidor que mantenha cadastro atualizado na Plataforma e que tenha concluído com sucesso investimento em ao menos uma oferta pública intermediada pela Plataforma nos últimos 24 meses***”.

Inicialmente, vale mencionar que a Crowdinvest concorda com as seguintes salvaguardas indicadas pelo Edital para a intermediação secundária: (i) escrituração e garantia de titularidade dos valores mobiliários (conforme mencionado no item III, a Crowdinvest entende que a escrituração deveria ser exigida apenas para emissores que se valessem da intermediação secundária e emissores com receita bruta anual superior a R\$ 16 milhões); e (ii) que a entrega do valor mobiliário só ocorra mediante o pagamento, auxiliando os investidores nos trâmites necessários para a correta transferência dos valores mobiliários.

Entretanto, a fim de mitigar ainda mais o risco de assimetria informacional e permitir que outros investidores ativos da Plataforma que não adquiriram valores mobiliários do emissor participem das negociações secundárias, a Crowdinvest propõe que: (i) o emissor que estiver inadimplente com a entrega das informações periódicas que se comprometeu a entregar, nos termos do art. 20, inciso I, tenha a intermediação secundária pela Plataforma imediatamente suspensa até que regularize a apresentação das informações; e (ii) o emissor que desejar possuir funcionalidade de intermediação secundária de seus valores mobiliários pela Plataforma deve se comprometer, no contrato com a Plataforma, a manter a Plataforma ciente e enviar toda a documentação e informação repassada aos investidores pós oferta, devendo esse conteúdo completo ser mantido pela Plataforma no mesmo ambiente de divulgação das informações periódicas do emissor, conforme seção 5 do Anexo 8 da ICVM 588.

Com relação ao item (ii) acima, esclarece-se que a Plataforma teria obrigação de manter, no ambiente dedicado ao emissor de seu *website*, todos os relatórios de acompanhamento e comunicações entre emissores e investidores após o encerramento da oferta pública. Essas informações seriam públicas e disponíveis para qualquer investidor ativo cadastrado na Plataforma, e não apenas para os investidores que tivessem adquirido valores mobiliários de emissão daquela sociedade empresária de pequeno porte.

Com essas medidas, entende-se que o risco de assimetria informacional estaria devidamente mitigado, mesmo com a inclusão de investidores ativos que não tivessem adquirido valores mobiliários daquele emissor como investidores elegíveis para a participação em negociações secundárias intermediadas pela Plataforma.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se a inclusão do inciso VII do art. 2º, do inciso III e do §2º-A no art. 20; o ajuste no caput do art. 21; a inclusão do parágrafo segundo no art. 24; o ajuste no §4º do art. 28 e a exclusão do inciso III do §5º do art. 28 proposto pelo Edital, no seguinte sentido:

“Art. 2º .....

VII – investidor ativo: pessoa natural ou jurídica que mantenha cadastro atualizado na plataforma e que tenha concluído com sucesso investimento em ao menos uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução nos últimos 24 meses.

“Art. 20 .....

III – obrigação de a sociedade empresária de pequeno porte enviar imediatamente à plataforma toda e qualquer documentação ou informação repassada aos investidores pós oferta fora do ambiente da

plataforma, caso a sociedade emissora decida submeter seus valores mobiliários à intermediação secundária pela plataforma, nos termos do §4º do art. 28.

.....

§2º-A No caso de utilização do serviço de intermediação secundária previsto no §4º do art. 28, o acesso às informações da sociedade empresária de pequeno porte previstas nos incisos do art. 20 deve ser equitativo para todos os investidores ativos da plataforma, independentemente de terem ou não adquirido valores mobiliários de emissão da sociedade emissora.

“Art. 21. A plataforma deve divulgar as informações previstas no art. 20 para os investidores que tenham adquirido os valores mobiliários ofertados ou para os investidores ativos, caso seja utilizado serviço de intermediação secundária, em até 2 (dois) dias úteis após o seu recebimento.”

Art. 24 .....

Parágrafo ~~Primeiro único~~. Para os fins desta Instrução, considera-se inadimplente o emissor que tenha deixado de apresentar as informações periódicas na data-limite e não tenha sanado esta omissão no prazo de 15 (quinze) dias.

Parágrafo Segundo. A plataforma deve interromper imediatamente o serviço de intermediação secundária previsto no §4º do art. 28, se utilizado, caso o emissor se torne inadimplente, nos termos deste art. 24.

Art. 28 .....

§ 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 entre investidores ativos da plataforma ~~titulares de valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte cujas ofertas públicas de distribuição tenham sido realizadas no ambiente da plataforma.~~

§ 5º 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;~~

~~IV~~ – manter o conteúdo completo enviado pela sociedade empresária de pequeno porte emissora, nos termos do inciso III acima, disponível à totalidade dos investidores ativos no mesmo ambiente de divulgação das informações periódicas do emissor, conforme seção 5 do Anexo 8 da ICVM 588

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

~~VI~~ – 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;

## VII.II. Leilão fechado com compensações semanais:

Alternativamente, caso esta D. CVM não concorde com o modelo proposto na seção VII.I acima, sugere-se um modelo cumulativo à proposta anterior, a fim de possibilitar a inclusão desse grupo de investidores não abarcado pela proposta do Edital, qual seja: o modelo de leilão fechado com compensações semanais.

Esse modelo adotaria as mesmas precauções e salvaguardas indicadas no modelo da seção VII.II acima, mas os investidores ativos não titulares de valores mobiliários do emissor teriam suas ordens compensadas em janelas semanais, no seguinte sentido.

O modelo sugerido pela Crowdinvest já foi apresentado à D. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM – SDM. O modelo de negociação secundária proposto segue, em grande parte, um modelo proposto pelos professores Eric Budish, Peter Cramton e John Shim, no artigo “*The High Frequency Trading Arms Race: Frequent Batch Auctions as a Market Design Response*”<sup>8</sup>. O modelo é baseado nas chamadas “*frequent batch auctions*”, negociações em que as ações não seriam negociadas em tempo real, mas sim em lotes, liquidados a cada período determinado de tempo.

A principal diferença entre o modelo proposto pelos professores Budish, Cramton e Shim e o proposto pela Crowdinvest é o tempo de intervalos entre os leilões. A proposta da Crowdinvest é a de que as ordens de compra e venda sejam recebidas a qualquer momento, 24 horas por dia, 7 dias por semana. Contudo, a compensação das ordens para investidores não titulares de valores mobiliários do emissor em questão se daria apenas no último dia útil de cada semana.

Essa solução, no entender da Crowdinvest, mitiga ainda mais o risco de assimetria informacional, uma vez que apenas investidores titulares de valores mobiliários do emissor poderiam negociar livremente seus títulos durante 4 dias úteis da semana, restando apenas o último dia útil para a compensação de ordens emitidas

---

<sup>8</sup> BUDISH, Eric; CRAMTON, Eric; SHIM, John. **The High Frequency Trading Arms Race: Frequent Batch Auctions as a Market Design Response**. 2015. Disponível em: <<https://academic.oup.com/qje/article/130/4/1547/1916146>>.



por investidores ativos não titulares de valores mobiliários do emissor, caso suas ordens de compra encontrassem ordens de venda correspondente não compensadas entre o grupo de titulares daqueles valores mobiliários.

Assim, qualquer possível assimetria de informação entre os titulares de valores mobiliários e os demais investidores ativos, em razão de possíveis informações transmitidas pelos emissores aos seus investidores antes do upload das mesmas no ambiente da plataforma, restaria ainda mais mitigada com o prazo de 1 (uma) semana para a próxima janela de compensação de ordens de investidores ativos.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, caso adotado o modelo sugerido nesta seção VII.II, propõe-se que, além dos ajustes sugeridos na seção VII.I acima (com exceção dos ajustes no §4º e 5º do art. 28), seja incluído o §6º no art. 28, no seguinte sentido:

Art. 28 .....

§ 6º Para os fins da exceção prevista no §4º acima, é permitido também o recebimento de ordens de compra de valores mobiliários de investidores ativos que não tenham adquirido valor mobiliário da mesma sociedade empresária de pequeno porte em oferta pública na plataforma, desde que:

I – as ordens enviadas sejam compensadas apenas no último dia útil de determinada semana, caso ainda existam ordens de venda equivalentes não compensadas entre os titulares de valores mobiliários do emissor, nos termos do §4º acima;

II – as ordens enviadas pelos investidores sejam compensadas por ordem cronológica de inclusão no sistema de facilitação de transações mantido pela plataforma; e

III – seja conferido ao investidor ativo não titular de valores mobiliários daquele emissor o direito de retirar a sua ordem até o dia anterior à janela de compensação prevista no inciso I acima.

### VII.III. Janela curta pós divulgação de informações periódicas:

Também alternativamente, caso esta D. CVM não concorde com os modelos propostos nas seções VII.I e VII.II acima, sugere-se um terceiro modelo, que consiste na abertura de uma janela curta de negociações para investidores ativos não titulares de valores mobiliários do emissor logo após a divulgação das informações periódicas que o emissor tiver se comprometido a entregar, conforme art. 20, inciso I da ICVM 588.

Este terceiro modelo também tem como objetivo mitigar os riscos de assimetria informacional, considerando-se que o período imediatamente posterior à divulgação das informações periódicas tende a ser o momento em que todos os investidores ativos da Plataforma terão acesso à mesma quantidade e qualidade de informação atualizada da sociedade emissora.

A proposta é que esse modelo se some às demais salvaguardas indicadas no item VII.I acima, mas que seja alternativo ao modelo VII.II, considerando a dificuldade de harmonização entre o modelo de leilão fechado com compensações semanais (mais flexível) com um modelo de janela curta pós divulgação de informações periódicas (mais restritivo). Entretanto, caso esta D. CVM entenda que ambas as propostas possuem mérito, é possível também a adoção de um modelo híbrido, em que os investidores ativos não titulares de valores mobiliários do emissor teriam suas ordens compensadas uma vez por semana, em regra, mas teriam uma semana corrida de negociação aberta, como se titulares de valores mobiliários fossem, logo após a divulgação das informações periódicas.

Todos esses modelos foram pensados pela Crowdinvest como sugestões para conferir maior flexibilidade e liquidez à intermediação secundária de valores mobiliários emitidos via *Crowdfunding*, sem perder de vista a legítima preocupação com a assimetria de informações que a falta de um registro específico dos emissores de *Crowdfunding* como companhias abertas pode gerar.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, caso adotado o modelo sugerido nesta seção VII.III, propõe-se que, além dos ajustes sugeridos na seção VII.I acima (com exceção dos ajustes no §4º e 5º do art. 28), seja incluído o §6º no art. 28, no seguinte sentido:

Art. 28 .....

§ 6º Excepcionalmente, é permitida a participação de investidores ativos que não tenham adquiridos valor mobiliário da mesma sociedade empresária de pequeno porte em oferta pública na plataforma durante o prazo de 10 (dez) dias contados da data de divulgação das informações periódicas previstas no art. 20, inciso I e nos termos da seção 5 do Anexo 8 desta Instrução.

## VIII. Modernização do formato de sindicato de investimentos e investidor líder:

### COMENTÁRIO CROWDINVEST

Apesar de não ser um tema expressamente indicado no Edital como de interesse desta D. CVM para a reforma da ICVM 588 que ora se promove, a Crowdinvest entende ser importante apresentar considerações a respeito do formato da regulação para o sindicato de investimentos e investidor líder.

Essas figuras, apesar de muito bem tratadas e descritas na ICVM 588, acabaram não sendo muito utilizadas na prática.

Com relação aos sindicatos de investimento participativo, a opinião da Crowdinvest é no sentido de que o insucesso do mercado em encontrar um veículo formal para reunião dos investidores se tornou um grande empecilho para o desenvolvimento desse instituto.

Ainda que ICVM 588 preveja a possibilidade de constituição de um sindicato sem a estruturação de um veículo juridicamente existente – ou seja, sem que os investidores sejam reunidos por meio de uma sociedade *holding*, fundo de investimento ou veículo assemelhado –, fato é que os investidores líderes e os próprios investidores apoiadores ficaram reticentes com possíveis responsabilidades cíveis ou fiscais que poderiam advir dessa estrutura meramente contratual.

Na ponta dos veículos, a restrição de participação em apenas uma oferta pública de valores mobiliários distribuídos via *Crowdfunding*, prevista no art. 33, inciso I, acabou gerando uma dificuldade prática relacionada aos custos de estruturação e manutenção do veículo. Isso porque a constituição de uma sociedade ou de um fundo de investimento para participação em apenas uma oferta limitada ao valor máximo de R\$ 5 milhões é, na prática, totalmente inviável e impede que os investidores se reúnam em quaisquer desses formatos.

Com o aumento do limite de captação e potencial aumento dos tamanhos das ofertas de *Crowdfunding* para R\$ 10 milhões, tais custos podem ficar mais próximos do razoável, mas apenas em um cenário em que praticamente todos os investidores daquela rodada façam seu investimento por meio do veículo do sindicato.

Ainda, a restrição de que o veículo participe de apenas uma oferta pública é entendida pela Crowdinvest como prejudicial aos investidores, na medida em que impede a diversificação de seus investimentos em mais de uma oferta e diluição do risco entre diferentes emissores.

A revogação desse dispositivo, em conjunto com a adequação sistemática dos limites de receita bruta anual com os limites da ICVM 578, permitiria, por exemplo, a estruturação de FIPs – Capital Semente ou Empresas Emergentes, também pouco utilizados no mercado atual, exclusivamente para participação em ofertas públicas de *Crowdfunding*.

Por fim, as Plataformas associadas à Crowdinvest entendem que o ajuste na definição de investidor líder para prever expressamente a possibilidade de que fundos de investimento atuem como investidores líderes de ofertas de *Crowdfunding* também agregaria grande valor a essa figura introduzida pela ICVM 588.

## PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se a revogação do inciso I do art. 33 e o ajuste na definição do inciso VI do art. 2º, no seguinte sentido:

“Art. 33 .....

I – ~~REVOGADO~~ ~~cada veículo fique restrito à participação em apenas uma oferta pública de valores mobiliários distribuída nos termos desta Instrução, sendo vedada a aquisição de valores mobiliários de emissão de mais de uma sociedade empresária de pequeno porte;~~”

“Art. 2º .....

VI – investidor líder: pessoa natural ~~ou~~, jurídica ou fundo de investimento com comprovada experiência de investimento nos termos do art. 35, § 2º e autorizada a liderar sindicato de investimento participativo

\* \* \*

Sendo o que havia para o momento, reiteram-se os votos de elevada estima e consideração e colocam-se à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE *CROWDFUNDING* DE INVESTIMENTO

STOCHE FORBES ADVOGADOS