



Rio de Janeiro, 20 de julho de 2020

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Att.: Ilmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

audpublicaSDM0220@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 02/20

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

O **GRUPO DE TRABALHO INSTRUMENTOS FINANCEIROS E INVESTIMENTOS DE IMPACTO** (“GT Impacto”), instituído no âmbito do **Laboratório de Inovação Financeira (LAB)**, fórum de interação multissetorial, criado pela Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que, em parceria com a *Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit* (GIZ) GmbH, com fundamento no Edital de Audiência Pública SDM nº 02/20 (“Edital”) e de acordo com as orientações ali incorporadas, vem, respeitosamente, apresentar a esta D. Comissão sugestões e dúvidas relacionadas à proposta de Revisão da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 (“ICVM nº 588”), que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo (“Manifestação”).

I

CONTEXTUALIZAÇÃO

1. Apresentação

O objetivo principal do LAB é criar soluções inovadoras de financiamento para a alavancagem de recursos privados para projetos com adicionalidade social e/ou ambiental e contribuir para o cumprimento das metas brasileiras associadas aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável - ODS (agenda 2030).

O GT de Impacto vem se dedicando, entre outros temas, ao debate sobre *Crowdfunding* de Investimento, com foco em entidades de desenvolvimento e fomento regional e na utilização do referido mecanismo para promoção do desenvolvimento dos negócios e do investimento de impacto e respectivas organizações intermediárias.

Inicialmente, o GT de Impacto se dedicou ao estudo da legislação em vigor e à homogeneização do conhecimento entre as instituições. O trabalho evoluiu para o desenvolvimento de um projeto piloto, com a participação de uma agência de fomento como investidor líder, com o objetivo de ampliar o conhecimento prático e contribuir com a replicabilidade deste formato de captação¹.

Simultaneamente, no contexto de pandemia da Covid-19, um grupo de trabalho do GT de Impacto convergiu esforços para a preparação e publicação de um modelo de título de dívida com características de valor mobiliário, que pudesse ser ofertados publicamente por sociedades empresárias de pequeno porte, com a dispensa do registro de que trata a Lei nº 6.385/76, por meio de plataformas eletrônicas, nos termos da ICVM nº 588. O objetivo do LAB com a elaboração do referido Modelo de Instrumento de Dívida (não conversível) foi oferecer uma referência, de uso voluntário, visando fomentar as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, ao amparo da ICVM nº 588.

Diante dessa experiência com o tema e dos debates altamente qualificados sobre o assunto realizados nos últimos meses, o GT de Impacto não poderia deixar de oferecer sua contribuição ao Edital.

Com essa manifestação procuramos, na medida do possível, consolidar a contribuição de diversos atores do ecossistema de impacto e das finanças sustentáveis, discutidas nas reuniões quinzenais realizadas no âmbito do GT de Impacto, o qual conta com membros do ecossistema de impacto e da indústria do *Crowdfunding* de Investimento, entre outros atores. Acreditamos que a diversidade do perfil dos participantes contribui para a riqueza das discussões e permite a consolidação de entendimentos mais aderentes à realidade. Nesse sentido, nossas discussões focaram: (i) nas necessidades do ecossistema de impacto social e das finanças sustentáveis, por um lado, e por outro, (ii) no desenvolvimento do *Crowdfunding* de Investimento como um mecanismo para acesso ao mercado de capitais por empreendedores em geral.

Ao preparar a presente Manifestação, nos utilizamos da pesquisa e experiência das associações e plataformas em funcionamento, que inclusive apresentaram as suas respectivas manifestações a esta D. Autarquia e lançamos um olhar específico sobre as necessidades de mudança da ICVM nº 588 para fomentar a atração de recursos para os negócios de impacto e fortalecer a cultura de investimento sustentável de impacto, aliando a isso a visão de retorno a médio e longo prazo.

¹ Os assuntos debatidos no referido ciclo de trabalho foram registrados em uma primeira publicação conceitual intitulada [“Guia para Utilização de Crowdfunding de Investimento por Instituições Financeiras de Desenvolvimento – Abordagem Conceitual”](#). Em breve será realizada uma segunda publicação, consolidando desafios e aprendizados com a implantação do projeto piloto do BADESUL Desenvolvimento – Agência de Fomento/RS, o qual foi concretizado no mês de abril de 2020, com a realização da primeira rodada de investimento via Crowdfunding de Investimento liderada por uma instituição financeira de fomento.

É possível que alguns dos pontos ora apresentados estejam na mesma linha das manifestações individuais de alguns membros do LAB, o que não poderia ser diferente, tendo em vista que a elaboração deste documento contou com contribuições desses atores. No entanto, não se trata exatamente dos mesmos argumentos, pois aqui os motivos e a “intenção” são diversos, conforme exposto no Item 5 deste Capítulo, intitulado “Objetivos desta Manifestação.

De qualquer forma, **as opiniões e considerações expressas neste documento são uma manifestação do conjunto das entidades do subgrupo Crowdfunding de Investimento do “GT Impacto” do LAB e não representam necessariamente a opinião dos órgãos diretivos das entidades que formam o LAB, dos seus associados ou membros individualmente. O LAB, seus membros, consultores e colaboradores não aceitam qualquer tipo de responsabilidade pelas opiniões ora expressas.**

Agradecemos a contribuição de todos os membros do GT de Impacto que participaram dos debates sobre o assunto e em especial àqueles que contribuíram com a redação do texto desta Manifestação, os quais estão abaixo identificados:

Nome do Membro	Organização
Paulo Deitos Filho	AB Fintech
Fernando Gavronski Guimarães	ABDE
Fernanda Andrezza	Arns de Oliveira e Andrezza Advogados
Adolfo Menezes Melito	Associação Brasileira de Crowdfunding de Investimento
João Victor Brandão	Basement
Fernando Simões	Bemtevi
Ana Carolina V. Goulart Salarini	Comissão de Valores Mobiliários
Marco Gorini	Din4mo
Gabriela Leite	Din4mo
Alexandre Amorim	Professor da FAE Business School e Diretor da ASID Brasil
Enilce Leite Melo	LAB (coordenadora)
Felipe Vignoli	LAB (consultor)
Rachel Sampaio	LAB (consultora)
Beto Scretas	ICE, ENIMPACTO
Mariana Fonseca	Pipe Social
Ricardo da Costa de Moraes Filho	Rodhium Consultoria
Marcel Fukayama	Sistema B, ENIMPACTO, Din4mo
Rachel Avellar Sotomaioir Karam	Sistema B, ENIMPACTO
Leonardo Letelier	Sitawi
Júlia Franco	Stocche Forbes Advogados
Gabriela Chagas	Vox Capital

2. A Importância de Fortalecermos o Ecossistema de Impacto e as Finanças Sustentáveis neste Momento

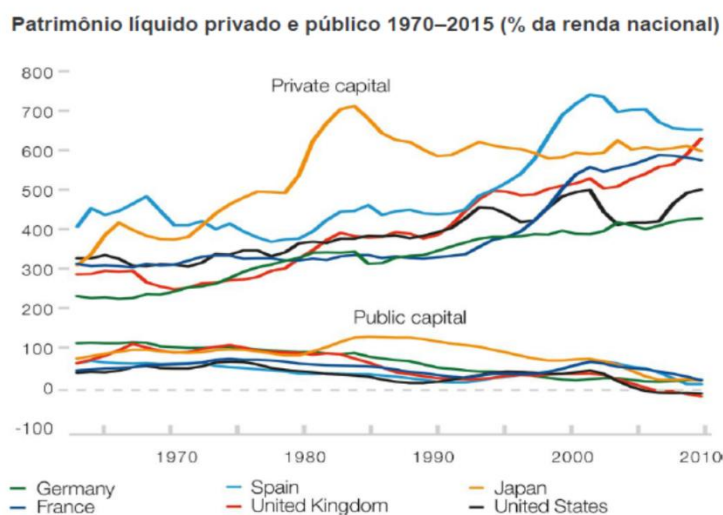
Vivemos um momento sem precedente em que aos poucos as pessoas começam a tomar consciência sobre a necessidade de mudanças estruturais no sistema financeiro para que esse

passa a fazer frente aos desafios sociais e ambientais que teremos que enfrentar nas próximas décadas.

Nunca foi tão latente a necessidade de o capital privado trabalhar no sentido da resolução dos problemas sociais e ambientais de forma transversal e em conjunto com a sua atividade fim, possibilitando que bens públicos sejam criados pela iniciativa privada e não apenas pela filantropia ou pela ação direta ou indireta do Estado. Este ano, especificamente, a pandemia causada pelo COVID-19 deu início a uma crise de saúde que rapidamente avançou para uma crise econômico-social, que intensificou a co-dependência dos riscos globais. Segundo relatório preliminar de mapeamento das implicações da Covid-19 divulgado pelo *World Economic Forum (WEF)*², ***“A extensão dessa crise será determinada em última instância pela nossa capacidade coletiva de entender e agir de forma a tratar as questões sociais, econômicas e políticas de forma transversal e interdependentes, com espírito de parceria entre a sociedade civil, o poder público e o setor privado”***.

De acordo com outro relatório do WEF - o *“Global Risk Report de 2020”*³ apresentado em Davos no início deste ano - *“mais do que nunca é necessário que surja um novo modelo de capitalismo sustentável, que considere o bem estar das pessoas e a subsistência do planeta, o que o WEF denomina de stakeholder capitalism”*. Já no relatório de 2019⁴, o referido Fórum chamou atenção para o fato de que nos últimos 50 anos a participação do capital público na renda nacional vem apresentando uma tendência decrescente e inversa à do capital privado, conforme gráfico abaixo:

Imagem: Global Risk Report apresentado no World Economic Forum de 2019



² <https://www.weforum.org/reports/covid-19-risks-outlook-a-preliminary-mapping-and-its-implications> acesso em 19/07/2020

³ <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020> acesso em 19/07/2020

⁴ <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2019> acesso em 19/07/2020

Essa tendência, que segundo o Fórum se dá de forma associada à concentração funcional da renda, mostra a **necessidade de mudança da lógica do capital privado, que precisará fazer frente aos problemas sociais e ambientais em conjunto com o poder público e a filantropia. Somente assim seria possível a criação de uma sociedade mais equilibrada.**

3. Compreendendo o Conceito de Investimento de Impacto e Finanças Sustentáveis

Antes de abordarmos as sugestões para o aperfeiçoamento do *crowdfunding* de investimento, propriamente ditas, consideramos importante explorar alguns conceitos de investimento que diferem do tradicional.

A imagem abaixo nos permite navegar pelo amplo espectro de tipos de investimento, diretamente associado aos conceitos de finanças sustentáveis e negócios de impacto:

PERFIL DE INVESTIMENTO	SÓ FINANCEIRO	RESPONSÁVEL	SUSTENTÁVEL	IMPACTO			SÓ IMPACTO
		Retorno financeiro competitivo	Mitigação de riscos ambientais, sociais e de governança	Buscar oportunidades ambientais, sociais e de governança	Foco em soluções mensuráveis de alto impacto		
				Retorno financeiro competitivo			
				Retorno financeiro abaixo da média de mercado			
	Pouco ou nenhum foco em práticas ambientais, sociais e de governança.	Mitigar riscos ambientais, sociais e de governança para proteger valor.	Adotar práticas ambientais, sociais e de governança com intuito de aumentar valor.	Resolver problemas sociais, gerando retorno financeiro competitivo para o investidor.	Resolver problemas sociais, gerando retorno financeiro que pode ser abaixo da média de mercado.	Resolver problemas sociais que exigem que o retorno financeiro ao investidor seja abaixo da média de mercado.	Resolver problemas sociais sem gerar retorno financeiro ao investidor.
				Investimento de Impacto			

Imagem: Força Tarefa de Finanças Sustentáveis (atual Aliança pelo Investimento e Negócios de Impacto)

No **Investimento Tradicional** o retorno é avaliado sob uma perspectiva essencialmente financeira, tendo como variáveis (i) o risco, (ii) o retorno e (iii) a liquidez.

Quando se caminha na direção do **Investimento Responsável** e do **Investimento Sustentável** o retorno continua a ser avaliado a partir da perspectiva financeira, mas nessa modalidade novas métricas são incorporadas, como (i) a qualidade da governança, (ii) os riscos e oportunidades ambientais e (iii) os riscos e oportunidades sociais.

Esses tipos de investimento têm atraído cada vez mais investidores internacionais e vêm ganhando tração no Brasil, por se mostrarem historicamente mais resilientes e estáveis, especialmente em momentos de crise. Um exemplo disso é o histórico de performance do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), frente ao IBOVESPA, ambos divulgados pela B3, e o crescimento da demanda por investimentos sustentáveis neste momento de crise, conforme mostra o Relatório *Sustainable investing: resilience amid uncertainty* divulgado recentemente

pela BlackRock, gestora global de ativos que administra aproximadamente US\$ 7 trilhões de dólares⁵.

O **Investimento de Impacto**⁶, por sua vez, é aquele que baseia o seu retorno em dois 2 parâmetros básicos: (i) performance financeira e (ii) impacto social e/ou ambiental auferido (e não mais apenas o retorno financeiro)

A grande diferença aqui está na intencionalidade central de resolver um problema social e/ou ambiental utilizando a lógica de mercado - isto é, trabalhando com a oferta e a demanda de produtos e serviços – auferindo um ganho financeiro no curso da atividade. Essa intencionalidade se reflete na necessidade de se criar uma contabilidade que apresente mais elementos de avaliação em relação à contabilidade tradicional, a fim de viabilizar o monitoramento do impacto a ser gerado. No Brasil, e em outros países, tem sido feito um esforço para aprofundar as formas de monitoramento das métricas de mensuração de impacto de forma simples e minimamente padronizadas, seja para fins das finanças sustentáveis ou do investimento de impacto. Um exemplo disso é o grupo de pesquisadores da Universidade de Harvard que vêm trabalhando para criar um sistema de contabilidade que reflita a situação e performance financeira, social e ambiental das empresas⁷.

Importante observar também que, no Brasil, os conceitos de Negócio de Impacto e de Investimento de Impacto têm previsão expressa nos Decretos nº 9.244, de 19.12.2017, e Decreto nº 9.977, de 19.08.2019, referentes à Estratégia Nacional dos Investimentos e Negócios de Impacto (ENIMPACTO), cujo art. 2º, incisos I e II, dispõe:

“I - negócios de impacto - empreendimentos com o objetivo de gerar impacto socioambiental e resultado financeiro positivo de forma sustentável;

II - investimentos de impacto - mobilização de capital público ou privado para negócios de impacto”

As mesmas terminologias e definições foram adotadas em legislação estadual que instituiu políticas estaduais sobre a matéria, como é o caso do Rio Grande do Norte (Lei Estadual nº 10.483/2019), do Rio de Janeiro (Lei Estadual nº 8.571/2019) e de Minas Gerais (Lei Estadual nº

⁵ Para mais informações ver <https://www.blackrock.com/corporate/literature/investor-education/sustainable-investing-resilience.pdf>

⁶ Para aprofundamento dos conceitos do ecossistema de impacto recomenda-se a leitura da publicação da Aliança pelos Negócios e Investimento de Impacto <https://aliancapeloimpacto.org.br/wp-content/uploads/2020/03/ice-estudo-negocios-de-impacto-2019-web.pdf>

⁷ <https://www.hbs.edu/impact-weighted-accounts/Pages/default.aspx>

23.672/2020), demonstrando a consolidação gradual que serve de segurança jurídica necessária para a expansão do campo.

4. A Importância do Crowdfunding de Investimento para os Negócios de Impacto

De acordo com relatório divulgado pela Pipe Social⁸, 81% dos empreendedores de impacto necessitam de recursos e a grande maioria desses empreendedores (mais de 95%) apresentam faturamento compatível com os limites de faturamento e captação



previstos na ICVM nº 588. São negócios que, pelo seu estágio de desenvolvimento e inovação na estrutura de novas cadeias no setor, captam valores muito menores que os valores praticados na indústria de venture capital tradicional. Ainda de acordo com a referida pesquisa, em geral os negócios de impacto necessitam não apenas de investimento financeiro, mas também mentoria, networking e formação, para melhorar a qualidade da sua comunicação, das parcerias e qualificação do time.

Conforme dito acima, os negócios de impacto obedecem a lógica de sucesso diferente dos negócios tradicionais, pois além dos indicadores financeiros é necessário acompanhar métricas relacionadas ao problema que se deseja resolver (indicadores de impacto). Esse acompanhamento exige um nível de organização, conhecimento e dedicação ainda maior que os pequenos empresários tradicionais.

Por outro lado, tais negócios apresentam um nível de engajamento de investidores e colaboradores maior que os negócios tradicionais. Na medida em que a cultura de impacto é disseminada, o número de investidores dos mais diversos perfis (grandes, profissionais e de varejo) que desejam colocar o seu dinheiro a serviço de uma “causa” com os quais estes se identificam, aumenta de forma significativa.

Por todos esses fatores, o *Crowdfunding* de Investimento parece ter o *fit* perfeito a esses empreendedores:

⁸ <https://www.pipe.social/produtos/mapa2019> acesso em 14/07/2020.



- oferece às sociedades empresárias de pequeno porte acesso ao mercado de capitais;
- é flexível no que se refere ao custo de estruturação da oferta;
- o tempo de estruturação dessas ofertas é menor do que qualquer outro tipo (minutas e processos padronizados pela plataformas);
- oferecem ampla visibilidade aos negócios de impacto;
- envolve o engajamento da comunidade para sucesso da oferta;
- oferecem mecanismo de acompanhamento dos investimentos de baixo custo;
- pode ser investido por investidores de varejo, qualificados e profissionais
- não é necessário registro da oferta e da sociedade empresária perante a CVM

Apesar dos muitos pontos de sinergia, alguns itens ainda podem ser aprimorados para que esse instrumento fortaleça ainda mais a atração de recursos para os negócios com adicionalidades socioambientais. São exatamente esses pontos que serão objeto da presente Manifestação.

5. Objetivos desta Manifestação



Os pontos de melhoria ora apresentados podem ser divididos em 2 **principais objetivos**:

- (1) Tornar o *Crowdfunding* de Investimento mais atrativo para os negócios de impacto, de modo a aumentar a oferta de recursos para os investimentos de impacto no Brasil, a partir da maior aderência desse mecanismo às necessidades já mapeadas pelo campo.
- (2) Contribuir para o aumento do alcance desse Instrumento, por meio (i) da atração de mais empreendedores e investidores a utilizarem esse mecanismo, (ii) do aumento do volume de capital investido, e (iii) da manutenção da segurança do investidor, pois entendemos que esse é um ponto fundamental para a credibilidade do mercado.

Nossa avaliação é que fomentar e fortalecer os mecanismos alternativos de captação de recursos com foco em sociedades empresárias de pequeno porte por si, já implica em grande potencial de impacto socioambiental, contribuindo para o alcance de pelo menos três Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), nº 1, 8 e 10, conforme definidos pela Organização das Nações Unidas – ONU.

Isso porque, considerando o elevado número de sociedades de pequeno porte no Brasil, a sua extrema relevância na geração de empregos e na composição do Produto Interno Bruto (PIB) nacional, e a dificuldade de acesso de capital por esses empreendedores, nos parece que

independentemente da adoção formal de métricas de impacto pelos negócios beneficiados⁹, oferecer acesso ao mercado de capitais e trabalhar para o desenvolvimento da oferta pública a capital voltada à empresa de menor porte por si só contribui indiretamente para a promoção de uma sociedade mais sustentável, especialmente do ponto de vista social.

		
ODS nº 1	ODS nº 8	ODS nº 10
Erradicação da pobreza	Trabalho decente e crescimento econômico, com potencial	Redução das desigualdades econômicas

Como **objetivos secundários** da presente Manifestação podemos citar:

- (1) Viabilizar que o Crowdfunding de Investimento facilite a realização de parcerias entre as organizações da sociedade civil, o poder público e o setor privado; e
- (2) O reconhecimento por esta D. Autarquia de novos elementos e tecnologias sociais que aos poucos passam a integrar o sistema financeiro e que são necessários à atração de capital privado para a resolução de problemas sociais e ambientais (como por exemplo o adoção dos conceitos de negócios e investimento de Impacto, métricas de impacto, dentre outros).

Sabemos que alguns desses pontos podem ser extremamente desafiadores de serem acolhidos por esta D. Autarquia. Gostaríamos, porém, de aproveitar a oportunidade para (a) apresentar as informações, vicissitudes e oportunidades dos negócios e do investimento sustentável e de impacto, e (b) de provocar a reflexão desta D. Autarquia sobre a **intenção** de cada pedido. Assim, no caso de eventual impossibilidade técnica de acolhimento de algum desses itens, que essa Manifestação possa ser o início de um frutífero diálogo entre os membros do GT de Impacto e dessa D. Autarquia no sentido de construir soluções para que o mercado de capitais esteja estruturado de modo a viabilizar a **ampliação da oferta de recursos disponíveis aos negócios com adicionalidade social e ambiental positiva.**

⁹ De acordo com números divulgados pelo SEBRAE, no Brasil existem 6,4 milhões de estabelecimentos. Desse total, 99% são micro e pequenas empresas (MPE). As MPEs respondem por 52% dos empregos com carteira assinada no setor privado (16,1 milhões) e representam aproximadamente 27% do PIB. Ainda de acordo com dados divulgados pelo SEBRAE, 88% desses empreendedores contam apenas com recursos próprios ou de familiares para financiar a sua empresa, sendo que apenas 12% desses negócios têm acesso a crédito em bancos (Fonte: <https://m.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/sp/sebraeaz/pequenos-negocios-em-numeros,12e8794363447510VgnVCM1000004c00210aRCRD> acesso em 22/06/2020)



As possibilidades são imensas (o LAB, SANDBOX Regulatório, adequação dos instrumentos de mercado de capitais à Lei de Liberdade Econômica) e o trabalho do GT de Impacto têm se mostrado incansável na contribuição dessa pauta no âmbito do LAB.

É também inegável que o momento é oportuno para um passo normativo de relevância voltado às oportunidades do ecossistema dos negócios e investimentos de impacto. Além do manifesto de Davos 2020, publicado no Fórum Econômico Mundial, sobre o propósito ampliado de uma companhia na quarta revolução industrial, já referido anteriormente, o anúncio da *Business Roundtable* de que a empresa deve servir a todos, a nova agenda "*Capitalism. Time for a Reset*" do *Financial Times*, a capa da *The Economist* com o título "*What are companies for? Big business, shareholder and society*", dentre outras publicações nos últimos 12 meses, são sintomáticas de um movimento global de reavaliação da atividade econômica sob o ângulo dos múltiplos stakeholders e da participação ativa dos negócios na promoção de soluções sociais e ambientais em prol do bem comum.

Por fim, gostaríamos de saudar essa D.Autarquia pela promulgação da ICVM nº 588, a qual indiscutivelmente se mostrou bem sucedida e adequada, tendo em vista, (i) tanto o crescimento do uso desse mecanismo financeiro nos últimos anos, (ii) como o baixíssimo índice de reclamações de investidores e fraudes no mesmo período.

Saudamos também essa D. Autarquia pelo Edital, que visa modernizar ainda mais a referida norma, buscando uma segunda onda de crescimento desse instrumento, esperançosos e confiantes de que essas alterações fortaleçam também as finanças sustentáveis e de impacto.

II

MANIFESTAÇÃO EM RELAÇÃO AO EDITAL

1. ACESSO AO MERCADO DE CAPITAIS POR ORGANIZAÇÕES DA SOCIEDADE CIVIL

Apresentação da Questão:

A ICVM nº 588 regula a oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos por sociedades empresárias de pequeno porte, sejam esses títulos (i) conversíveis em participação societária (equity) ou (ii) representativos de dívida.

Porém, em se tratando do setor de impacto social e ambiental, as sociedades empresárias de pequeno porte não são os únicos atores relevantes: as associações da sociedade civil (OSC) desempenham um papel fundamental no desenvolvimento desse tipo de investimento.

Por essa razão, no âmbito do GT de Impacto nos questionamos se seria possível que as pessoas jurídicas associativas (aquelas que não podem distribuir lucro aos associados) emitam um valor mobiliário que possa ser distribuído por meio de plataforma de Crowdfunding regulada pela ICVM nº 588.

Comentários do GT de Impacto:

Historicamente as OSCs utilizaram o *Crowdfunding* não financeiro, isto é, aquele que não oferece retorno financeiro aos seus participantes, para captação de recursos, no formato de doação ou do *matchfunding*. Desta forma, foi considerado interessante que se avaliasse a possibilidade de entidades sem fins lucrativos poderem emitir valores mobiliários e participarem da modalidade *Crowdfunding* de Investimento, pelas razões expostas a seguir:

(a) Adequação do Instrumento de Dívida aos Negócios de Impacto constituído sob a forma de Associação

Algumas organizações desenvolvem apenas atividades filantrópicas, enquanto outras possuem receitas, através da venda de produtos e serviços. Mesmo sem fins lucrativos, essas entidades apresentam um modelo de negócio centrado no objetivo de resolver um problema social e/ou ambiental.

De acordo com publicação da antiga Força Tarefa de Finanças Sustentáveis, atual Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto (<https://aliancapeloimpacto.org.br/>), os negócios de impacto social podem se revestir de diversos formatos jurídicos, como OSCs, cooperativas e sociedades empresárias:

Imagem: Força Tarefa de Finanças Sustentáveis



Embora a maioria dos negócios sejam desenvolvidos por sociedade empresárias, existem hoje negócios que são desenvolvidos de forma isolada ou híbrida por entidades sem fins lucrativos como associações, fundações e cooperativas¹⁰. Admitir o acesso dessas entidades ao mercado de capitais por meio de plataformas de *crowdfunding* ampliaria significativamente a possibilidade de alocação de recursos para o financiamento de investimento de impacto.

De fato, para muitas OSCs poderia não ser um instrumento de financiamento recomendável, pela ausência ou incerteza de receita. Mas para uma fração relevante destas entidades – especialmente aquelas que tem receitas derivadas da venda de produtos e serviços (estimadas em 25% das OSCs) – a emissão de um título de dívida para financiar capital de giro pode fazer sentido e se mostrar sustentável a médio e longo prazo.

É certo que para a emissão de um título conversível em participação societária (*equity*) faz-se necessário que o emissor seja uma sociedade empresária, por outro lado, as OSCs podem ser entidades econômicas com necessidades de financiamento e capacidade de pagamento de crédito similares ou até superiores a uma sociedade empresária de pequeno porte.

De acordo com os debates realizados no âmbito do LAB¹¹, o desafio de qualquer organização, com ou sem fins lucrativos, é ter fontes de recursos diversificadas. O volume de capital disponível para empréstimo hoje é certamente maior que o volume de recursos disponível para doação, e isso impacta a escala de desenvolvimento das atividades de uma OSC.

Importante ressaltar a crescente preocupação com o financiamento do terceiro setor, com destaque para a edição da Lei nº 13.800, de 04.01.2019, que instituiu os fundos patrimoniais filantrópicos

¹⁰ Um exemplo de negócio desse tipo é a SITAWI, uma organização social sem fins lucrativos, constituída sob a forma de associação, que desde 2008 realiza diversos projetos na área de finanças sustentáveis. A SITAWI, mencionada acima, já realizou 50 empréstimos para beneficiar negócios de impacto, dos quais pelo menos 11 foram para entidades OSCs.

¹¹ Foram ouvidas algumas algumas entidades sem fins lucrativos como a ASID - Ação Social para Igualdade das Diferenças, e outras organizações que apoiam esse tipo de organização como a Bentevi, a Sitawi e escritórios de advocacia especializados em terceiro setor.

(endowments) no ordenamento jurídico brasileiro, dando segurança para a expansão de fundos dessa natureza e qualificação das organizações gestoras.

A emissão de um título de dívida é perfeitamente aderente ao regime de entidades sem fins lucrativos que demonstrem uma capacidade de geração de receita recorrente. Nesse sentido, acreditamos que uma entidade sem fins lucrativos estaria apta a investir em um contrato de investimento coletivo de dívida, o qual é um valor mobiliário conforme demonstrado a seguir.

(b) Conceito de Valor Mobiliário

O Conceito de valor mobiliário é traçado no art. 2º da Lei nº 6.385/76:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - **quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.**

No que se refere aos títulos e contratos de investimento coletivo, conforme inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 (citados acima), pode-se, de acordo com algumas Decisões do Colegiado da CVM¹², reconhecer as seguintes características dos valores mobiliários:

- ❖ Irrelevância da Natureza do Instrumento. A natureza do instrumento pelo qual o investimento é formalizado é irrelevante, pouco importando tratar-se de um contrato ou de um conjunto de contratos.
- ❖ Configura-se um Investimento. Para ser valor mobiliário tem que ter característica de investimento. Em se tratando de um simples meio de pagamento, não há dúvida de que não se trata

¹² Para aprofundar no tema sugerimos leitura das seguintes decisões: **(1)** Decisão de 28/8/2003 Proc. RJ2003/0499 (Diretor Relator Luiz Antônio S. Campos); **(2)** Decisão de 22/1/2008 Proc. RJ2007/11593 (Diretor Relator Marcos Pinto), **(3)** Decisão de 22/4/2019 Proc. 19957.009524/2017-41 (Diretor Relator Gustavo Gonzalez).

de um valor mobiliário. Dentre essas características está a expectativa de lucro ou remuneração, que pode se manifestar através de juros, dividendos ou qualquer outra forma que signifique um acréscimo ao montante inicialmente aplicado. Ressalte-se que o investimento deve dar direito a alguma forma de “remuneração”, termo ainda mais amplo que o correlato “lucro”.

❖ Trata-se de um Investimento Coletivo. O que significa que vários investidores devem realizar um investimento em comum.

❖ Lucro ou Remuneração que Advém Predominantemente do Esforço do Empreendedor ou de Terceiro. Aqui estamos falando de 2 elementos: (i) o próprio lucro e (ii) o esforço do empreendedor ou de terceiro. O lucro ou remuneração do investidor advém predominantemente (ou exclusivamente) do esforço de terceiro que não o próprio investidor. A inexistência do terceiro que irá produzir o lucro ou remuneração pode descaracterizar o valor mobiliário, muito embora tenha ocorrido um investimento. Um exemplo é o investimento em ouro, obras de arte, etc, na expectativa de sua valorização no mercado. Em tais situações, não há que se falar na existência de valor mobiliário, muito embora haja um investimento em um bem móvel. Pela Lei, os rendimentos devem ser provenientes do “*esforço do empreendedor ou de terceiros*”. O sentido da expressão remete ainda à necessária existência de um empreendimento ou de um negócio efetivo. Sem a existência de empreendimento (projeto, negócio ou empresa) seria difícil a caracterização de Contrato de Investimento Coletivo. É o que ocorre muitas vezes nos casos de fraude. Dito isso, a remuneração deve ser proveniente desse empreendimento (empreendedor), podendo ainda ser proveniente de terceiros, que não o próprio empreendedor. Não faria sentido caracterizar como valores mobiliários instrumentos que não estivessem ligados a empreendimentos. No caso dos títulos de dívida de empresas, a relação é direta com o negócio da empresa e com o esforço do empreendedor, não havendo dificuldade em caracterizar esse elemento no contrato de investimento coletivo.

Os contratos de investimento coletivo: (i) são aptos a serem emitidos por OSCs com receita recorrente; e (ii) se revestem das características acima, razão pela qual, do ponto de vista jurídico, não haveria impedimento na utilização desse mecanismo financeiro pelas referidas organizações.

Proposta de Mudança da Minuta:

Diante do exposto acima propomos as seguintes mudanças na Minuta:

ICVM nº588 / Minuta do Edital	Redação Proposta
<p>CAPÍTULO I – ÂMBITO E FINALIDADE</p> <p>Art. 1º Esta Instrução regula a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento</p>	<p>CAPÍTULO I – ÂMBITO E FINALIDADE</p> <p>Art. 1º Esta Instrução regula a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento</p>

<p>participativo, e tem por fim assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte destas sociedades.</p>	<p>participativo, e tem por fim assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte destas sociedades.</p> <p>§ 3º Admite-se a realização de oferta pública de contratos de investimento coletivo de dívida por organizações da sociedade civil (OSC) que operem com a lógica dos negócios de impacto.</p>
<p>Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:</p>	<p>Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:</p> <p>VII - negócio de impacto: são empreendimentos com o objetivo de gerar impacto socioambiental e resultado financeiro positivo de forma sustentável;</p> <p>VIII - investimentos de impacto: investimento que se caracterizam pela mobilização de capital privado para negócios de impacto.</p> <p>IX – organização da sociedade civil (OSC) que opera com a lógica de um negócio de impacto: OSC que atendem as seguintes características: (i) seu objetivo central é a resolução de um problema social e/ou ambiental e (ii) gera receita própria, por meio da venda de produtos e serviços.</p>

2. BLENDED FINANCE

Apresentação da Questão:

A ICVM nº 588 atualmente veda, em seu art. 3º, § 4º, a realização de nova oferta com dispensa de registro nos termos de referida Instrução pela mesma sociedade, por meio da mesma ou de outra plataforma, dentro do prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data de encerramento da oferta anterior que tenha logrado êxito.

Referida vedação gera dúvida sobre eventual impedimento de que sejam estruturadas ofertas de crowdfunding se utilizando de estratégias de blended finance, extremamente relevantes para destravar captação de recursos para o setor de impacto, razão pela qual o GT de Impacto sugere que seja prevista exceção específica que viabilize tais operações.

Comentários do GT de Impacto:

Considerando o interesse sinalizado pela CVM no Edital da Audiência Pública no aprimoramento de aspectos operacionais relacionados à dinâmica da condução das ofertas públicas pelas plataformas, nos parece pertinente esclarecimento expresso sobre a possibilidade de realizar captações que se utilizem de estruturas de *blended finance*.

Trata-se, em resumo, do uso estratégico de capital filantrópico e de fomento com o objetivo de atrair investidores privados, minimizando o risco. Em geral o primeiro grupo de investidores aceita mais risco, subscrevendo série ou cota “subordinada” do investimento para conferir proteção adicional aos demais investidores, visando alavancar a captação, tornando-a mais atraente ao capital privado .

Estratégias de *blended finance* são internacionalmente reconhecidas como ferramenta chave para promover soluções de mercado em torno do atingimento dos ODS. Para a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OCDE)¹³, estruturas de *blended finance* podem ajudar a preencher a lacuna de investimento dos ODS, mas é requerido o alinhamento de determinados princípios para que as estruturas se desenvolvam e atinjam os objetivos desejados. Para isso, elaborou cinco princípios para informar os principais parceiros, como a ONU, a UE e o Fórum Econômico Mundial, sobre o progresso das melhores práticas de financiamento misto, inclusive através de fóruns como o G20 e o G7.

Diante do exposto, o GT propõe que seja prestados os seguintes esclarecimentos:

- 1) **É possível a realização de oferta simultânea de mesmo valor mobiliário, ou mais de uma série em mesma emissão, desde que exclusivamente diferenciados por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração?**
- 2) **É possível realizar uma oferta de doação simultaneamente a uma oferta de valor mobiliário?**

Acreditamos que esse esclarecimento seja do interesse de todo o mercado, pois reduz o risco dos investidores alvo (pois se propõem que a emissão ou série subordinada seja destinada exclusivamente a investidores qualificados), viabiliza e promove o desenvolvimento de mercado, e permite a combinação de investidores com diferentes perfis de risco com investidor filantrópico (doador).

Proposta de Mudança da Minuta:

Diante do exposto acima propomos as seguintes mudanças na Minuta:

ICVM nº 588 / Minuta do Edital	Redação Proposta
---------------------------------------	-------------------------

¹³Princípios da OCDE para Blended Finance e financiamento dos ODS.

<https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/blended-finance-principles/>

<p>CAPÍTULO II – OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO POR MEIO DE PLATAFORMA ELETRÔNICA DE INVESTIMENTO PARTICIPATIVO</p> <p>Art. 3º [...]</p> <p>§ 4º Não é admitida a realização de nova oferta com dispensa de registro nos termos desta Instrução pela mesma sociedade empresária de pequeno porte, por meio da mesma ou de outra plataforma, dentro do prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data de encerramento da oferta anterior que tenha logrado êxito.</p>	<p>CAPÍTULO II – OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO POR MEIO DE PLATAFORMA ELETRÔNICA DE INVESTIMENTO PARTICIPATIVO</p> <p>Art. 3º [...]</p> <p>§ 4º Não é admitida a realização de nova oferta com dispensa de registro nos termos desta Instrução pela mesma sociedade empresária de pequeno porte, por meio da mesma ou de outra plataforma, dentro do prazo de 120 (cento e vinte) dias contados da data de encerramento da oferta anterior que tenha logrado êxito. [...]</p> <p>§6º A vedação de que trata o §4º deste artigo não se aplica (a) na realização de ofertas simultâneas exclusivamente diferenciados por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração que se deem por meio de emissões simultâneas, (b) por meio de mesma emissão com séries distintas, ou (c) pela combinação de ofertas de valores mobiliários e de doação.</p> <p>7º As ofertas subordinadas de que tratam o §6º deste artigo devem ser exclusivamente destinadas a investidores qualificados.</p>
--	--

3. REMUNERAÇÃO DO INVESTIDOR LÍDER E TRANSPARÊNCIA DE REMUNERAÇÃO DOS DEMAIS CONSULTORES

Apresentação da Questão:

A ICVM nº 588 admite o pagamento da taxa de desempenho ao investidor líder e à plataforma, inclusive por meio de valores mobiliários emitidos pela sociedade empresária de pequeno porte (Art. 35, § 4º).

Por outro lado, o referido normativo prevê que a plataforma deve celebrar contrato com o investidor líder que estabeleça vedação de recebimento de qualquer espécie de remuneração, exceto pela taxa variável de desempenho em função do retorno dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores apoiadores do sindicato.

Comentários do GT de Impacto:

De acordo com o Art. 35 da ICVM nº 588, a principal finalidade do investidor líder durante uma oferta pública com dispensa de registro é **reduzir a assimetria informacional entre emissores e investidores**. Para tanto, o investidor líder deve apresentar sua tese de investimento pessoal

expondo as justificativas para a escolha da sociedade empresária de pequeno porte, de modo a auxiliar os investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

Embora não seja esse o objetivo central do Investidor Líder, de acordo com o § 3º do artigo 35, este tem ainda a faculdade de atuar: (i) aplicando seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamento visando aumentar as chances de sucesso da sociedade, e (ii) como interlocutor entre a sociedade empresária de pequeno porte e o sindicato de investimento participativo, sempre de maneira alinhada com o interesse dos investidores do sindicato.

Na prática, porém, o que se tem observado é que para que se tenha projetos de impacto aptos a captar recursos **é necessário grande esforço de mapeamento, preparação da oferta e acompanhamento desses negócios.**

Os empreendedores de impacto atuam em um mercado desestruturado, isto é, num mercado ainda em formação. Além disso, esses negócios tendem a apresentar um tempo de desenvolvimento maior que o tempo de maturidade dos negócios tradicionais. O investidor líder em geral é o agente que possui capacidade e interesse em prestar serviço de preparação e acompanhamento dos negócios de impacto que, conforme mencionado no item 4 da Parte I desta Manifestação, necessitam, além de recursos financeiros, de:

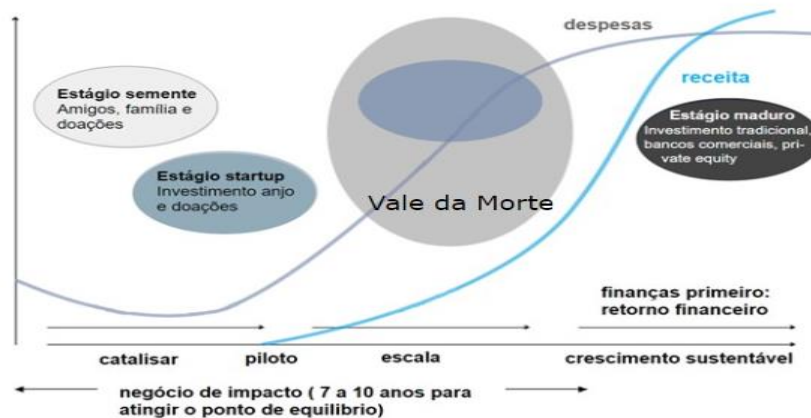
- mentoria,
- conexões,
- formação de time,
- estrutura de governança,
- apoio para métrica de impacto (ainda não consolidada no mercado), o que em alguns casos exige investir em novas tecnologias.

De acordo com o gráfico abaixo, produzido pela Associação Europeia de Filantropia de Risco (EVPA)¹⁴, os **negócios de impacto podem demorar de 7 a 10 anos para atingir o seu ponto de**

¹⁴ Fonte: EVPA, Bolis et al 2017

equilíbrio. Existe, portanto, um intervalo gigantesco neste processo, conhecido como vale da morte, especialmente aplicável aos negócios de impacto.

Imagem: Apresentação da Din4mo - Reunião do LAB do dia 02/06/2020



Durante esse tempo é necessário apoio a esses empreendedores. O Crowdfunding de Investimento oferece uma oportunidade de captação estruturada em tempo curto, o que para esses negócios é muito relevante. Enquanto com o Crowdfunding de Investimento é possível fazer uma captação em 60 dias, para a estruturação de um fundo de investimento seria necessário pelo menos 9 a 12 meses. Além de muito mais longa, a estruturação de um fundo é um processo mais sofisticado e envolve custos muito mais altos.

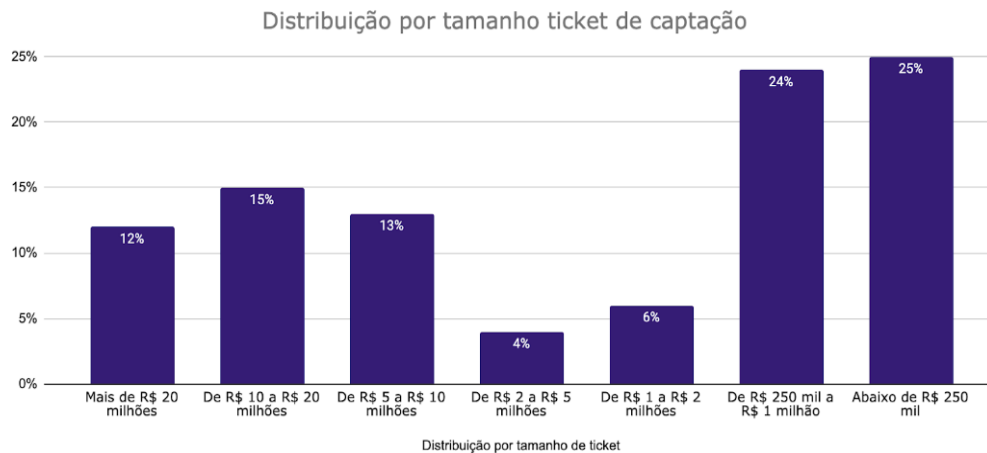
Por outro lado, de nada adianta a agilidade na estruturação da oferta se os atores envolvidos no desenvolvimento e no acompanhamento desses empreendedores não puderem ser devidamente remunerados, como qualquer profissional de mercado.

Em um ambiente em que o capital financeiro não é suficiente para o desenvolvimento do negócio, a restrição da remuneração do ator capaz de prover os recursos necessários a esse desenvolvimento vai contra o interesse e proteção tanto dos investidores quanto dos dos empreendedores. Nesse sentido, nossa opinião é que **mais importante que impedir a remuneração investidor líder, é zelar pela transparência dessa remuneração.**

Um estudo realizado pela Pipe Social¹⁵ mostra que há um gap de recursos para empresas de impacto em seu estado incipiente, conforme o gráfico abaixo:

Imagem: Mapa de 2019 da Pipe Social

¹⁵ <https://www.pipe.social/produtos/mapa2019>



Esse gap está intimamente ligado ao **desenvolvimento dos negócios de impacto**, os quais ainda se mostram imaturos para captar recursos frente aos negócios da indústria tradicional de venture capital.

A leitura da atual redação do art. 35, § 3º da Instrução CVM nº 588, faz parecer que atividade de “*aplicação de conhecimentos, experiência e rede de relacionamento*” do Investidor Líder seria secundária e facultativa em relação à redução de assimetria informacional (papel principal e obrigatório do Investidor Líder), mas na prática essa atividade se mostra **fundamental e extremamente custosa**.

Se é bastante custoso manter uma estrutura operacional apta a fazer seleção de boas empresas e realizar uma *due diligence* cuidadosa, apoiar durante a vigência da oferta. É ainda mais custoso encontrar investidores interessados em auxiliar o empreendedor a aplicar ferramentas de terceira parte, ou criar indicadores de acompanhamento de impacto social e ambiental e ainda fazer o acompanhamento desses indicadores, além de auxiliá-lo na adequada comunicação desses indicativos aos investidores pós-oferta. Para realizar o acompanhamento durante e pós oferta e após muitas vezes é necessário manter uma ou mais pessoas na equipe dedicada a esse assunto, e a impossibilidade de adequada remuneração desse agente é praticamente impeditiva à existência de bons líderes em condições de realizar esse tipo de acompanhamento neste mercado.

Vale notar que o prazo de acompanhamento dos investimentos pode chegar a 5 anos ou mais. Por outro lado, conversando com diversos membros do GT de Impacto restou claro que, pela experiência dos últimos anos, o investimento líder torna a oferta muito mais atrativa pelo fato de que estes reforçam a confiança dos investidores em relação à seriedade na seleção e acompanhamento das oportunidades de investimento.

Porém, honrar a confiança desses investidores exige longos anos de acompanhamento, Relacionamento com Investidores (RI) e afins e no final, o líder fica descoberto em relação aos custos fixos de captação e acompanhamento desses negócios e somente receberá algo pelo seu trabalho se as condições de mercado colaborarem e se houver um evento de liquidez bem sucedido. **Prever a possibilidade de remuneração ao líder permitirá que se ofereça um acompanhamento de métricas financeiras e de aplicação de ferramentas de mensuração de impactos sociais e ambientais mais robustos e sustentáveis.**

Nesse sentido, de acordo com nossas discussões no GT de Impacto a proibição de que o investidor líder receba qualquer remuneração, a não ser a taxa de performance dos investidores (conhecida no mercado como “carry”), tem impedido uma atuação profissional e estruturada junto aos investidores e às sociedades empresárias de pequeno porte, seja no processo de seleção e estruturação das ofertas, seja no acompanhamento e suporte pós-oferta, como administrador ou consultor da sociedade.

Considerando a atual impossibilidade de remuneração do investidor líder de forma compatível com as atividades que se faz necessário realizar, observamos que têm surgido atores não regulados para cumprir parte dessas atividades, como consultores e agentes estruturadores. Esses atores, por não serem regulados, podem receber remuneração a qual não sofre qualquer limitação e muitas vezes não é nem mesmo comunicada com transparência ao investidor.

Nos parece que o mais adequado seria a permissão de que essas atividades de preparação e acompanhamento também possam ser remuneradas quando oferecidas pelo Investidor Líder e não apenas quando oferecida por terceiros consultores (algumas vezes também conhecidos como estruturadores).

Nos parece também fundamental, a fim de evitar eventuais conflitos de interesse e abusos, a adoção de uma política de absoluta e rigorosa transparência em relação a toda e qualquer remuneração, rebate e/ou taxa devida aos Investidores líderes, eventuais consultores da oferta, ou quaisquer terceiros, seja essa remuneração paga pelo investidor e/o pelo empreendedor.

Acreditamos que a possibilidade de adequada remuneração do investidor líder aliada a transparência em relação aos custos de estruturação e acompanhamento da oferta será benéfica ao desenvolvimento do setor, adicionando um nível de governança, profissionalismo e acompanhamento mais satisfatório e sustentável.

Proposta de Mudança da Minuta:

Diante do exposto acima propomos as seguintes mudanças na Minuta:

ICVM nº 588 / Minuta do Edital	Redação Proposta
<p>Art. 35. É admitida a participação de investidor líder nas ofertas públicas dispensadas de registro nos termos desta Instrução, com vistas a reduzir a assimetria informacional entre emissores e investidores.</p> <p>§ 3º O investidor líder pode ainda atuar:</p> <p>I – junto à sociedade empresária de pequeno porte, aplicando seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamento visando aumentar as chances de sucesso da sociedade, e</p> <p>II – como interlocutor entre a sociedade empresária de pequeno porte e o sindicato de investimento participativo, sempre de maneira alinhada com o interesse dos investidores do sindicato.</p>	<p>Art. 35. É admitida a participação de investidor líder nas ofertas públicas dispensadas de registro nos termos desta Instrução, com vistas a reduzir a assimetria informacional entre emissores e investidores.</p> <p>§ 3º O investidor líder pode ainda atuar:</p> <p>I – junto à sociedade empresária de pequeno porte, aplicando seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamento visando aumentar as chances de sucesso da sociedade, e</p> <p>II – como interlocutor entre a sociedade empresária de pequeno porte e o sindicato de investimento participativo, sempre de maneira alinhada com o interesse dos investidores do sindicato; e</p> <p>III - prestando consultoria visando: (a) a preparação e desenvolvimento da sociedade empresária de pequeno porte previamente a realização da oferta; (b) a preparação dos documentos da oferta; (c) o acompanhamento e desenvolvimento da sociedade empresária de pequeno porte e de sua equipe, e/ou (d) o desenvolvimento, a comunicação e o acompanhamento de indicadores, financeiros e de impacto social e ambiental.</p>
<p>§ 4º Admite-se o pagamento da taxa de desempenho devida pelos investidores apoiadores ao investidor líder e à plataforma, inclusive por meio de valores mobiliários emitidos pela sociedade empresária de pequeno porte.</p>	<p>§ 4º Admite-se o pagamento da taxa de desempenho devida pelos investidores apoiadores ao investidor líder e à plataforma, inclusive por meio de valores mobiliários emitidos pela sociedade empresária de pequeno porte.</p> <p>§ 5º Admite-se ainda que o Investidor Líder seja remunerado pelos serviços de consultoria mencionados no § 3º, Inciso III, desde que essa remuneração (a) seja compatível com a remuneração de mercado aplicável às atividades contratadas e (b) seja amplamente comunicada no item no Anexo 8.</p>
<p>Art. 37. A plataforma deve celebrar contrato com o investidor líder que estabeleça as seguintes vedações durante o exercício de suas atividades:</p> <p>I – recebimento de qualquer espécie de remuneração, exceto pela taxa variável de desempenho em função do retorno dos valores</p>	<p>Art. 37. A plataforma deve celebrar contrato com o investidor líder que estabeleça as seguintes vedações durante o exercício de suas atividades:</p> <p>I – [REVOGADO] ;</p>

mobiliários adquiridos pelos investidores apoiadores do sindicato;	
[ver contribuição ao Anexo 8 no item 8 abaixo]	

4. EXPANSÃO DAS POSSIBILIDADES DE DIVULGAÇÃO DA OFERTA

Apresentação da Questão

Atualmente, a ICVM nº 588 é bastante restritiva quanto à forma de divulgação das ofertas. O Edital flexibiliza a divulgação da oferta pública, permitindo a utilização de material publicitário e não mais restringindo a divulgação da existência da oferta aos sites do emissor e do investidor líder.

Por outro lado, a Minuta (i) estabelece o conteúdo máximo de informações que podem constar dessas publicações, e (ii) determina que as divulgações direcionem os interessados para a página da plataforma na internet onde se encontram as informações essenciais da oferta. De acordo com o Edital, o objetivo aqui é não permitir a existência de outro ambiente concorrente de informações sobre a oferta pública. Nesse sentido, o art. 11, § 3º reforça que não é possível divulgar as informações essenciais da oferta em outras páginas na rede mundial de computadores que não a da própria plataforma.

Por fim, o Edital esclarece que: “A CVM não considera que os sites de outras empresas que divulgam as ofertas, ainda que utilizem a infraestrutura tecnológica de uma plataforma regulada possam ser considerados como o site da plataforma na internet.”

O Edital esclarece ainda que: “A medida tem o objetivo de evitar que o esforço de venda e a interface com os investidores sejam feitos por meio de participantes não regulados. Especialmente, a CVM deseja evitar que agentes estruturadores, que, frisa-se, podem ser contratados para captar empresas, atuem na promoção da oferta por meio de páginas próprias na internet, trabalhando na intermediação de ofertas públicas, uma vez que tal atividade é privativa das plataformas autorizadas a agir, nos limites e para os fins específicos estabelecidos na regulação da CVM, como integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, pela Comissão.”

Comentários do GT de Impacto:

Mediante simples leitura do Artigo 11 da Minuta nos parece que: **(1) qualquer pessoa está autorizada a divulgar as informações enumeradas no Art. 11, § 1º, Inciso II da Minuta, (2) somente a plataforma estaria autorizada a divulgar as informações essenciais da oferta, a realizar esforço de venda e a intermediar essas ofertas.**

Por outro lado, nas reuniões do GT de Impacto diversos participantes manifestaram dúvida sobre os limites da divulgação da oferta por terceiros e até que ponto essa divulgação poderia ser interpretada como esforço de venda. Sendo assim, nos parece necessário esclarecimento dos seguintes pontos na Minuta:

- (1) As informações enumeradas no Art. 11, § 1º, Inciso II podem ser divulgadas por qualquer pessoa (inclusive contratados e integrantes do sistema de distribuição brasileiro)?**
- (2) A simples divulgação das informações enumeradas no Art. 11, § 1º, Inciso II e o necessário direcionamento dos interessados para a plataforma é considerada esforço de venda? O que é esforço de venda para fins da ICVM nº 588?**

Somos de opinião de que a plataforma deve ser a única e integral responsável pelo cumprimento das normas relacionadas à oferta e à divulgação da mesma, sendo responsável inclusive por verificar a adequação de seu conteúdo e a forma como a publicidade da oferta ocorrerá. Por outro lado, acreditamos ser do interesse do mercado que se permita a divulgação da existência oferta (dentro dos limites do Art. 11, § 1º, Inciso II) por terceiros, sejam estes entusiastas da oferta ou mesmo agentes especializados.

Durante as reuniões do GT de Impacto os membros ressaltaram que o apoio de terceiros (contratados ou não) na divulgação da oferta seria fundamental para promover um crescimento do alcance das ofertas e da difusão desse mecanismo financeiro entre os investidores.

Em se tratando do ecossistema de impacto - que como visto acima é um mercado pouco estruturado - a participação de entusiastas, parceiros, influenciadores, entidades representativas, organizações intermediárias, periódicos, portais de conteúdo ou mesmo outros agentes do mercado de distribuição de valores mobiliários é extremamente importante para o sucesso da oferta e para a disseminação dos conceitos dessa modalidade de investimento.

Na prática, o que se tem observado é que os empreendedores de impacto que pretendem captar recursos publicamente precisam investir na educação financeira do investidor que ainda é alheio a todos esses conceitos e tecnologias sociais (como por exemplo investimento e negócios de impacto, *venture philanthropy*, *blended finance*, métricas de impacto, entre outros). Sendo assim, é bastante comum a realização de parcerias entre empresas do ecossistema de impacto para viabilizar: (i) a estruturação, (ii) a disseminação desses conceitos e (iii) o aumento do alcance da oferta.

Todas essas etapas mencionadas acima são fundamentais para o sucesso da oferta e precisam ser remuneradas. As plataformas de *Crowdfunding* de Investimento têm dificuldade de sozinhas atuarem em todas essas etapas, razão pela qual é necessário contar com parceiros muitas vezes

remunerados para disseminar conteúdo, explicar as nuances da estruturação e, finalmente, comunicar sobre a existência da oferta.

A comunicação sobre a existência da oferta dentro dos limites do Artigo 11, § 1º, não deveria, ao nosso ver, ser considerada esforço de venda, para fins da Instrução CVM nº 588, ainda que (i) o parceiro fosse remunerado pela plataforma, pelo emissor ou pelo investidor (ii) e que essa comunicação seja realizada por agentes autônomos e/ou outros integrantes do sistema de distribuição brasileiro.

Caso esta D. Autarquia esteja de acordo com esse entendimento, solicitamos oferecer esses esclarecimentos, especialmente em relação aos integrantes do sistema de distribuição brasileiro, para que estes se sintam confortáveis em divulgar a existência das ofertas de *Crowdfunding* de Investimento, dentro dos limites permitidos pelo Artigo 11, § 1º, sem o receio de serem enquadrados como perpetradores de alguma irregularidade.

Nos parece também fundamental, a fim de evitar eventuais conflitos de interesse e abusos, a adoção de uma política de absoluta e rigorosa transparência em relação a toda e qualquer remuneração, rebate e/ou taxa devida aos parceiros envolvidos na divulgação da oferta, seja essa remuneração paga pela plataforma, pelo investidor e/ou pelo empreendedor.

Por fim, foi discutido que a redação do Inciso IV do Art. 28 nos parece incompatível com a nova redação do Art. 11 da Minuta.

Proposta de Mudança da Minuta:

Diante do exposto acima propomos as seguintes mudanças na Minuta:

Instrução 588 / Minuta do Edital	Redação Proposta
<p>Art. 11, § 1º É permitida a divulgação da oferta pública com dispensa de registro realizada nos termos desta Instrução, inclusive com a utilização de material publicitário, desde que:</p> <p>I - [REVOGADO]</p> <p>II – sejam veiculadas, no máximo, as seguintes informações sobre a oferta:</p> <p>a) o tipo de valor mobiliário ofertado;</p>	<p>Art. 11, § 1º É permitida a divulgação da oferta pública com dispensa de registro realizada nos termos desta Instrução, inclusive com a utilização de material publicitário, <u>por qualquer pessoa (remunerada ou não, inclusive integrantes do sistema de distribuição brasileiro)</u>, desde que:</p> <p>I - [REVOGADO]</p> <p>II – sejam veiculadas, no máximo, as seguintes informações sobre a oferta:</p> <p>a) o tipo de valor mobiliário ofertado;</p>

<p>b) os valores alvo mínimo e máximo da captação;</p> <p>c) eventual valor mínimo de investimento; e</p> <p>d) breve histórico e descrição das atividades da emissora; e</p> <p>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: “Não invista antes de entender as informações essenciais da oferta.</p>	<p>b) os valores alvo mínimo e máximo da captação;</p> <p>c) eventual valor mínimo de investimento; e</p> <p>d) breve histórico e descrição das atividades da emissora; e</p> <p>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: “Não invista antes de entender as informações essenciais da oferta.</p>
<p>§ 2º É permitido à sociedade empresária de pequeno porte, ao investidor líder e à plataforma, seus sócios, administradores e funcionários divulgar e promover a oferta por meio de contatos, encontros e eventos, presenciais ou pela rede mundial de computadores, desde que observados os seguintes requisitos:</p> <p>I – as informações transmitidas sejam consistentes com as informações da oferta existentes no ambiente eletrônico da plataforma;</p> <p>II – não haja distribuição de documentos que não constem dos materiais da oferta;</p> <p>III – todas as comunicações sejam gravadas e passíveis de verificação e supervisão por parte da CVM; e</p> <p>IV – não haja confirmação de investimento no local ou em ambiente eletrônico distinto do da plataforma.</p> <p>§ 3º Para fins do disposto no caput, é considerada página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico aqueles que tenham o logo, a</p>	<p>§ 2º É permitido à sociedade empresária de pequeno porte, ao investidor líder e à plataforma, seus sócios, administradores e funcionários divulgar e promover a oferta por meio de contatos, encontros e eventos, presenciais ou pela rede mundial de computadores, desde que observados os seguintes requisitos:</p> <p>I – as informações transmitidas sejam consistentes com as informações da oferta existentes no ambiente eletrônico da plataforma;</p> <p>II – não haja distribuição de documentos que não constem dos materiais da oferta;</p> <p>III – todas as comunicações sejam gravadas e passíveis de verificação e supervisão por parte da CVM; e</p> <p>IV – não haja confirmação de investimento no local ou em ambiente eletrônico distinto do da plataforma.</p> <p>§ 3º Para fins do disposto no caput, é considerada página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico aqueles que tenham o logo, a</p>

<p>identidade visual e que identifiquem a plataforma registrada na CVM como a promotora da oferta pública.</p>	<p>identidade visual e que identifiquem a plataforma registrada na CVM como a promotora da oferta pública.</p> <p>§ 4º Em caso de remuneração de parceiros envolvidos na publicidade e divulgação da existência da oferta, dentro dos limites do Art. 11 § 1º acima: (i) o custo total com a remuneração de parceiros deverá ser informado pela Plataforma (no item XX do Anexo 8); e (ii) o parceiro contratado deverá dar publicidade ao público alvo sobre o fato de estar sendo remunerado para tanto.</p>
<p>Art. 28. Na condução de suas atividades, as plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários não podem:</p> <p>I – realizar a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução fora do ambiente eletrônico da plataforma, ressalvado o disposto no art. 11, § 2º;</p> <p>...</p> <p>IV – utilizar material publicitário para divulgar a oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma;</p>	<p>Art. 28. Na condução de suas atividades, as plataformas eletrônicas de investimento participativo, seus sócios, administradores e funcionários não podem:</p> <p>I – realizar a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários ofertados com dispensa de registro nos termos desta Instrução fora do ambiente eletrônico da plataforma, ressalvado o disposto no art. 11, § 1º e 2º;</p> <p>...</p> <p>IV - utilizar material publicitário que contenha informações além daquelas previstas no art. 11, § 1º, II, para divulgar a oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma</p>
<p>[ver contribuição ao Anexo 8 no item 8 abaixo]</p>	

5. NECESSIDADE DE ESCRITURAÇÃO

Apresentação da Questão

Essa questão a nosso ver tende a beneficiar a toda a indústria do *Crowdfunding* de Investimento, e não apenas ao ecossistema de impacto, porém considerando que o desenvolvimento do mecanismo é extremamente relevante para garantir o fluxo de recursos para pequenos e médias empresas e a

importância do mecanismo para o desenvolvimento do ecossistema de impacto (conforme exposto acima) não pudemos deixar de nos manifestar sobre ele.

O Edital inclui a obrigatoriedade de contratação de escrituração pelo emissor, sendo função da plataforma garantir que tal contratação ocorra anteriormente à oferta e que os valores mobiliários oferecidos ao público já sejam objeto do serviço.

De acordo com o Edital, não haveria vedação para que as próprias plataformas prestem o serviço, desde que estejam devidamente autorizadas pela CVM, nos termos da Instrução CVM nº 543.

Comentários GT de Impacto:

Nas reuniões do GT de Impacto discutimos a importância dessa inovação para conferir maior segurança a respeito da titularidade dos valores mobiliários, o que é especialmente importante em meio a uma proposta de início de intermediação secundária facilitada pelas Plataformas.

Por outro lado, os membros do GT de Impacto se preocuparam com: (i) os custos de contratação desse agente escriturador, (ii) a falta de clareza dos requisitos para cumprimento dos dispositivos da Instrução CVM nº 543, (iii) as regras que regerão o relacionamento entre a plataforma e o agente escriturador desses ativos, e (iv) os riscos no uso de novas tecnologias e a imputação de responsabilidade aplicável às plataformas em caso de falha nesses novos mecanismos.

Parece consenso de todos os membros que novas tecnologias, como a infraestrutura de *blockchain*, tende a reduzir os custos deste serviço. No entanto, a utilização desses sistemas por prestadores de serviço brasileiros ainda é desconhecida e implica em riscos que ainda precisam ser avaliados pelo mercado.

Nesse cenário, propõe-se:

- 1) **O estabelecimento de um prazo adequado para que as plataformas se ajustem à referida obrigação, o qual sugerimos que seja de pelo menos 1 (um) ano;**
- 2) **Que seja emitida alguma orientação mais específica pela SMI sobre os requisitos operacionais e tecnológicos que serão exigidos daqueles que desejarem realizar esse serviço exclusivamente para emissores de valores mobiliários ao amparo da ICVM nº 588;**
e
- 3) **Que os emissores de valores mobiliários de Crowdfunding de Investimento não sejam obrigados a contratar prestadores de serviço de escrituração registrados de acordo com a Instrução CVM nº 543, mas possam simplesmente manter sistemas e controles próprios ou terceirizados que garantam o registro eficaz e seguro da titularidade dos valores**

mobiliários de sua emissão. Nessa proposta, os diretores das Plataformas ficarão responsáveis por checar e garantir a eficácia dos sistemas antes da oferta, respondendo por eventuais ofertas realizadas por emissores que não contarem com sistemas eficazes dentro do princípio da razoabilidade.

Nos parece que a conjugação de (1) tempo para a construção de diálogo mais aprofundado sobre o tema, e (2) a adoção de uma regra principiológica específica para os emissores de Crowdfunding pode trazer um maior nível de conforto para as Plataformas, as quais poderão construir controles adequados ao tamanho do emissor e do tipo valor mobiliário ofertado.

Proposta de Mudança da Minuta:

Diante do exposto acima propomos as seguintes mudanças na Minuta:

Instrução 588 / Minuta do Edital	Redação Proposta
<p>Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:</p> <p>XV – assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração, conforme regulamentação específica da CVM.</p>	<p>Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:</p> <p>XV – assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração, conforme regulamentação específica da CVM 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.</p>
<p>Art. 20. A relação contratual entre a plataforma eletrônica de investimento participativo e a sociedade empresária de pequeno porte objeto de oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução deve obrigatoriamente conter cláusula estipulando:</p> <p>V – a contratação e manutenção, pelo emissor, dos serviços de escrituração dos valores mobiliários de emissão da sociedade empresária de pequeno porte, conforme regulamentação específica.</p>	<p>Art. 20. A relação contratual entre a plataforma eletrônica de investimento participativo e a sociedade empresária de pequeno porte objeto de oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução deve obrigatoriamente conter cláusula estipulando:</p> <p>V – a contratação e manutenção, pelo emissor, dos serviços de escrituração dos valores mobiliários de emissão da sociedade empresária de pequeno porte, conforme regulamentação específica, o qual poderá ser prestado pela plataforma.</p>

<p>Art. 39. Os administradores da plataforma eletrônica de investimento participativo, dentro de suas competências, têm o dever de zelar pelo cumprimento das obrigações impostas à plataforma por esta Instrução.</p>	<p>Art. 39. Os administradores da plataforma eletrônica de investimento participativo, dentro de suas competências, têm o dever de zelar pelo cumprimento das obrigações impostas à plataforma por esta Instrução.</p> <p><u>§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.</u></p>

6. INTERMEDIÇÃO SECUNDÁRIA

Apresentação da Questão

Outro aspecto do Edital que não é exclusivo do setor de investimento de impacto, mas que pode ter grandes repercussões para o esse tipo de investimento é a inclusão da possibilidade de realização de tipo de intermediação secundária de valores mobiliários pela Plataforma.

O Edital permite que a plataforma facilite o encontro entre 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, 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.

A preocupação sobre a assimetria de informações é relevante tendo em vista que sociedades empresárias de pequeno não estão sujeitas ao regime de prestação de informações típico dos emissores de valores mobiliários tradicionais.

Para que a Plataforma possa atuar como facilitadora 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.

Comentários GT de Impacto:

No modelo hoje estabelecido, após adquirir os valores mobiliários de sociedades empresárias de pequeno porte os investidores não possuem nenhuma liquidez em relação ao referido investimento. Qualquer forma de intermediação secundária pelas plataformas é extremamente benéfica para o mercado, pois caminha na direção de aumentar a liquidez do mercado e de seus investidores e estimular a entrada de novos participantes.

Além disso, o desenvolvimento desse mercado tende a minimizar as chances de manipulações de preço em transações privadas, bem como reduzir custos de transação para os investidores que hoje já negociam seus ativos privadamente. No longo prazo, acreditamos que tal regulamentação pode, ainda, estimular o bom relacionamento entre as sociedades emissoras e seus investidores, elevando os níveis de transparência e governança, e conseqüentemente melhorando a precificação dos valores mobiliários e a percepção pública da empresa.

Neste sentido, propomos um modelo de intermediação secundária um pouco menos conservador, que permita que outros investidores que não adquiriram valores mobiliários daquele emissor específico também possam participar das negociações secundárias facilitadas desde que este tenha acesso prévio às informações disponibilizadas aos demais investidores daquele valor mobiliário tanto no momento da oferta como após a oferta (nos relatórios de acompanhamento).

Compreendemos a necessidade de proteção do mercado contra a assimetria de informação, por outro lado entendemos que uma vez que o referido participante tenha acesso a essas informações não haveria necessidade de manutenção dessa restrição.

Caso a CVM não concorde com esse argumento, solicitamos especial reflexão sobre alguns perfis de investidor que a nosso ver não necessitariam de tamanha proteção do regulador:

- (a) pessoas com relacionamento prévio e habitual com o emissor e seus fundadores como por exemplo aqueles que possuem relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista;
- (b) investidores classificados como qualificado e/ou profissional nos termos da ICVM nº 554/14, por deterem conhecimentos adequado para avaliar os riscos desses investimentos.

Caso se concorde com proposta acima, entendemos que a plataforma deve ser responsável por:

- (a) conferir acesso ao comprador de todos os documentos e informações disponibilizadas pela sociedade empresária de pequeno porte no âmbito da oferta pública, bem como as que tenham sido disponibilizadas aos investidores da oferta pública após seu encerramento
- (b) assegurar que a sociedade empresária de pequeno porte não tenha seus valores mobiliários negociados por meio de outra plataforma, e

(c) assegurar contratualmente com o escriturador do emissor regra no sentido de que caso haja negociação secundária privada fora do ambiente da plataforma, esta será comunicada pelo agente escriturador no prazo máximo de até 24 (vinte e quatro horas).

Proposta de Mudança da Minuta:

Diante do exposto acima propomos as seguintes mudanças na Minuta:

Instrução 588 / Minuta do Edital	Redação Proposta
<p>“Art. 28. X – realizar atividades de intermediação secundária de valores, ressalvados os §§ 4º e 57º; XI – realizar a guarda dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores, exceto se autorizada pela CVM nos termos da regulamentação específica; § 4º A vedação prevista no inciso X do caput não se aplica à intermediação, pelas plataformas eletrônicas de investimento participativo, de transações de compra e venda de valores mobiliários emitidos por sociedades empresárias de pequeno porte em ofertas públicas de distribuição realizadas entre titulares de valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte entre titulares de valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte cujas ofertas públicas de distribuição tenham sido realizadas no ambiente da plataforma. § 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;</p>	<p>“Art. 28. X – realizar atividades de intermediação secundária de valores, ressalvados os §§ 4º e 57º; XI – realizar a guarda dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores, exceto se autorizada pela CVM nos termos da regulamentação específica; § 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 realizadas entre titulares de valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte entre titulares de valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte cujas ofertas públicas de distribuição tenham sido realizadas no ambiente da plataforma para investidores que tenham tido acesso a todos os documentos e informações disponibilizadas pela sociedade empresária de pequeno porte no âmbito da oferta pública, bem como as que tenham sido disponibilizadas aos investidores da oferta pública após seu encerramento. § 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 teve acesso a todos os documentos e informações disponibilizadas pela sociedade empresária de pequeno porte no âmbito da oferta pública, bem como as que tenham sido disponibilizadas aos investidores da oferta pública após seu encerramento;</p>

<p>II – assegurar-se que o vendedor é titular dos valores mobiliários</p> <p>III – assegurar-se que o comprador adquiriu valor mobiliário da mesma sociedade empresária de pequeno porte em oferta pública na plataforma;</p> <p>IV – adotar as medidas necessárias para a transferência de titularidade do valor mobiliário objeto da negociação; e</p> <p>V – 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.</p>	<p>IV – adotar as medidas necessárias para a transferência de titularidade do valor mobiliário objeto da negociação; e</p> <p>V – 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.</p> <p>VI – assegurar que a sociedade empresária de pequeno porte não tenha seus valores mobiliários negociados por meio de outra plataforma.</p> <p>VII - assegurar contratualmente com o escriturador do emissor regra no sentido de que caso haja negociação secundária privada fora do ambiente da plataforma, esta será comunicada pelo agente escriturador no prazo máximo de até 24 (vinte e quatro horas).</p>
---	--

7. DIVERSIFICAÇÃO DE RISCO

Apresentação da Questão

Atualmente investidores profissionais e qualificados têm a possibilidade de realizar investimentos em um portfólio de sociedades empresárias de pequeno porte através de Fundos de Investimento em Participações (FIP).

No entanto, esta é uma categoria de investimento que permanece indisponível para a maioria dos investidores de equity crowdfunding, quais sejam os “investidores de varejo”, ou seja, aqueles que não se enquadram nos perfil de investidor qualificado ou profissional.

Porém, a experiência mostra que a construção de um portfólio diversificado de ativos (i) diminui o risco do investidor e (ii) aumenta as chances de seu sucesso financeiro no longo prazo.

Por essa razão, nas reuniões do LAB refletimos se haveria uma forma de democratizar ao investidor de varejo (que diga-se de passagem é aquele que mais precisa de proteção), algum produto que viabilize a diversificação de um portfólio de investimento em sociedades empresárias de pequeno porte.

Acreditamos que o binômio (i) democratização de melhores produtos de investimento para o pequeno investidor e (ii) acesso de capital à sociedade empresária de pequeno porte, está alinhado

ao desenvolvimento de um mercado de capitais mais democrático e sustentável. Nessa reflexão surgiu a possibilidade de 3 propostas, as quais apresentamos a seguir:

- (a) constituição de veículo para investir em várias ofertas;
- (b) dispositivo de auto investimento;
- (c) fundo de investimento específico para a I CVM nº 588;

As referidas propostas têm o mesmo objetivo e gostaríamos de ouvir a opinião da CVM sobre esses pontos.

Comentários GT de Impacto:

PRIMEIRA PROPOSTA: CONSTITUIÇÃO DE VEÍCULO PARA INVESTIR EM VÁRIAS OFERTAS

Entendemos que (i) pelo mecanismo inicial da Instrução CVM nº 588 o investidor deve escolher individualmente as ofertas das quais ele queira participar, sem delegar essa decisão a terceiros, incluindo o investidor líder; e (ii) o investidor líder não é registrado na CVM para gerir ativos de terceiros; e (iii) a atividade de gestor de recursos é regulada pela CVM, sendo sensível criar uma assimetria de obrigações e cobranças aplicáveis ao investidor líder e ao gestor de recursos se estes passarem a exercer as mesmas funções.

Por outro lado, discutimos nas reuniões do GT de Impacto que a criação de uma empresa para investir em apenas uma única empresa implica em alta ineficiência na alocação dos custos de estruturação e manutenção do veículo, além de aumentar de forma significativa o risco do investidor, que tem o seu capital concentrado em uma única oportunidade.

Pensando nisso, trazemos a reflexão sobre a possibilidade de constituição de um veículo que invista em um conjunto de empresas previamente selecionadas e com ofertas pública com dispensa de registro, nos termos da Instrução CVM nº 588, em aberto (portanto, empresas que cumpram a todo o regime informacional da referida norma). Sendo assim, os investidores teriam a opção de, a seu exclusivo critério, investir individualmente nas sociedades empresárias de pequeno porte que este mais se identifique, ou, alternativamente, investir em um pool de oportunidades em conjunto, selecionadas pelo investidor líder, as quais estariam reunidas em um único veículo de investimento.

SEGUNDA PROPOSTA: DISPOSITIVO DE INVESTIMENTO AUTOMÁTICO (AUTO-INVESTIMENTO)

Como mencionado anteriormente, a diversificação de portfólio é um mitigador de riscos, de forma que seria positivo ao mercado a democratização de produtos financeiros menos arriscados aos pequenos investidores. Por outro lado, sabemos da importância de manter o espírito do instrumento financeiro, no qual o investidor é protagonista e não delega integralmente a decisão de investimento a terceiros.

Nas reuniões do GT de Impacto foram apresentadas algumas plataformas estrangeiras¹⁶ que disponibilizam aos seus investidores um programa de "auto investimento" que os auxiliam na diversificação de portfólio e construção de sua tese de investimento individual. Esses mecanismos parecem ser especialmente interessantes em países em que o investimento em fundos está limitado a investidores qualificados e profissionais.

Estes recursos tecnológicos permitem que investidores especifiquem o montante que desejam investir e sua tese de investimento de acordo com diversos elementos como: preferências setoriais, modelos de negócio, estágio do negócio, entre outros.

Cumpridos os requisitos predeterminados pelo investidor, o programa avisa o investidor sobre a oportunidade ou realiza automaticamente o investimento em empresas que se adequam aos critérios predeterminado. Vale notar nessas plataformas o investidor pode cancelar as reservas de investimento realizadas pelo software oferecendo, liberdade dos investidores discordarem das indicações realizadas pelo programa.

Em suma, nossa opinião é que esse mecanismo atende a necessidade de estimular a diversificação, viabilizando a construção de portfólios personalizados de acordo com as preferências individuais de cada investidor e alimentando a essência de independência do Crowdfunding de Investimento.

TERCEIRA PROPOSTA: FUNDO DE INVESTIMENTO EMISSOR DA ICVM 588

Caso a CVM entenda que a primeira proposta é benéfica ao mercado - isto é, que é possível a criação de um veículo de investimento para investir em diversas ofertas públicas com dispensa de registro - gostaríamos de propor uma segunda reflexão que é a possibilidade desse veículo ser um fundo de investimento com características próprias e similares um FIP Capital Semente (e não apenas uma holding).

Sabemos que esse ponto já havia sido objeto de amplo debate quando houve a audiência pública do Edital 06/2016, que culminou na promulgação da ICVM nº 588. Naquela época chamou-se a atenção para o fato de que o FIP Capital Semente (i) também pode investir exclusivamente em sociedades empresárias de pequeno porte; e (ii) apresenta uma série de mecanismos que diminuem o risco do investidor, como por exemplo o gestor habilitado pela CVM, a diversificação de carteira, uma estrutura de governança conhecida e testada, dentre outros. No entanto, esse mecanismo somente pode ser utilizado por investidor profissional e qualificado, ao passo que no âmbito da oferta pela ICVM nº 588 o investimento pode ser realizado por qualquer investidor.

Naquela época a CVM indicou que não havia sinalização de interesse pelos gestores de recursos e demais participantes do mercado em distribuir quotas de um fundo via plataforma de Crowdfunding, e que caso um dia fosse permitido que um fundo distribuísse suas quotas via plataforma de Crowdfunding de Investimento seria necessário avaliar cuidadosamente as regras aplicáveis a esse fundo.

¹⁶ Dentre as referidas plataformas citamos: Seedrs, a SeedInvest e Republic

No LAB conversamos com alguns gestores de recurso que demonstraram interesse na gestão de um fundo de investimento talhado para investir na sociedade empresária de pequeno porte, objeto de oferta pública por meio de crowdfunding de investimento, que possa contar com investimentos de investidores não qualificados. Por essa razão, sugerimos que esse ponto possa ser aprofundado por essa D. Autarquia.

8. ALTERAÇÕES NO ANEXO 8

Apresentamos abaixo sugestão de alteração do Anexo 8, para (i) menção à possibilidade de envio de informações relativas às métricas de acompanhamento de riscos e impactos positivos sociais e ambientais aplicáveis às sociedades empresárias de pequeno porte ou, conforme o caso, às entidade sem fins lucrativos que operam com a lógica de um Negócio de Impacto, (ii) a possibilidade de cobrança de remuneração pelos investidores líderes e (iii) a necessidade de envio de informações sobre a remuneração aplicável ao investidor líder, consultores e parceiros de qualquer natureza que venham a contribuir para a estruturação da oferta ou para a publicidade da mesma.

ANEXO 8	
<p>Seção 4. Informações sobre o sindicato de investimento participativo, se houver:</p> <p>...</p> <p>h) as seguintes informações relativas ao investidor líder:</p> <p>3. método de cálculo da taxa de desempenho (performance), se houver;</p> <p>...</p> <p>6. quando aplicável, conteúdo e periodicidade das informações a serem prestadas acerca do andamento dos negócios da sociedade empresária de pequeno porte;</p>	<p>Seção 4. Informações sobre o sindicato de investimento participativo, se houver:</p> <p>...</p> <p>h) as seguintes informações relativas ao investidor líder:</p> <p>3. remuneração e método de cálculo da taxa de desempenho (performance), se houver;</p> <p>...</p> <p>6. quando aplicável, conteúdo e periodicidade das informações a serem prestadas acerca do andamento dos negócios e métricas de acompanhamento de riscos e de impacto positivo social e ambiental aplicáveis às sociedade empresária de pequeno porte, ou conforme o caso, às OSCs que operam com a lógica de um Negócio de Impacto;</p>
<p>Seção 5. Comunicação sobre a prestação de informações contínuas após a oferta</p> <p>a) descrever quais informações periódicas a sociedade empresária de pequeno porte se compromete a divulgar para os investidores por</p>	<p>Seção 5. Comunicação sobre a prestação de informações contínuas após a oferta</p> <p>a) descrever quais informações periódicas a sociedade empresária de pequeno porte se compromete a divulgar para os investidores por</p>

<p>meio da plataforma, descrevendo a periodicidade e as informações que serão prestadas, como, por exemplo: indicadores de desempenho, informações financeiras, desenvolvimento de novos produtos, mudanças de equipe, etc.</p>	<p>meio da plataforma, descrevendo a periodicidade e as informações que serão prestadas, como, por exemplo: indicadores de desempenho, informações financeiras, desenvolvimento de novos produtos, mudanças de equipe, acompanhamento de indicadores de impacto social e/ou ambiental, etc.</p>
<p>Seção 8. Informações sobre a remuneração da plataforma eletrônica de investimento participativo e os critérios utilizados para sua determinação</p> <p>a) valor da remuneração fixa, se houver;</p> <p>b) taxa de sucesso da captação do valor alvo, se houver;</p> <p>c) remuneração por meio do recebimento de valores mobiliários da sociedade empresária de pequeno porte, distribuídos ou não na oferta, se houver;</p> <p>d) remuneração por taxa de desempenho (performance), se houver; e</p> <p>e) outras formas de remuneração, se houver.</p>	<p>Seção 8. Informações sobre a remuneração individual de cada um do seguintes atores: (i) da plataforma eletrônica de investimento participativo, (ii) do investidor líder, e (iii) de estruturadores, consultores e parceiros e os critérios utilizados para sua determinação:</p> <p>a) valor da remuneração fixa, se houver;</p> <p>b) taxa de sucesso da captação do valor alvo, se houver;</p> <p>c) remuneração por meio do recebimento de valores mobiliários da sociedade empresária de pequeno porte, distribuídos ou não na oferta, se houver;</p> <p>d) remuneração por taxa de desempenho (performance), se houver; e</p> <p>e) outras formas de remuneração, se houver.</p>
<p>Não há</p>	<p>Seção 8-A Informações sobre os prestadores de serviço remunerados que participaram da estruturação, da divulgação e que participarão do acompanhamento da oferta, incluindo, mas não se limitando a estruturadores, parceiros e consultores de qualquer natureza, indicando:</p> <p>a) a qualificação e experiência de mercado do prestador de serviço;</p> <p>b) o valor da remuneração fixa e/ou variável, se houver e quem deve arcar com ela (investidor ou empreendedor);</p> <p>c) os direitos e obrigações dos prestadores de serviço e as funções a serem desempenhadas;</p>

	<p>d) eventuais conflitos de interesse em relação à sociedade empresária de pequeno porte;</p> <p>e) eventual participação no quadro administrativo do emissor após a conclusão da oferta;</p>
--	--

9. CONCLUSÃO

Globalmente nunca se falou tanto sobre a necessidade e as oportunidades que envolvem a ressignificação das atividades econômicas, de modo que o capital privado passe a considerar o interesse de múltiplos stakeholders e a participar ativamente da construção de soluções sociais e ambientais em prol do bem comum.

Essa transformação na forma de investir e de interpretar o papel dos negócios já é amplamente disseminada na Europa e nos Estados Unidos e nos últimos anos vêm crescendo de forma acelerada no Brasil.

O Crowdfunding de Investimento tem se mostrado instrumento extremamente importante para acesso ao mercado de capitais pelos negócios de impacto, os quais em sua maioria ainda se encontram em estágio incipiente de desenvolvimento, por ser mecanismo flexível e de baixo custo.

A experiência dos últimos anos mostra, contudo, que ainda há espaço para melhoria na direção de 4 objetivos centrais:

<i>Contribuir para o aumento do alcance do Crowdfunding de Investimento</i>	<i>Tornar o Crowdfunding de Investimento mais atrativo para os Negócios de Impacto</i>	<i>Viabilizar que o Crowdfunding de Investimento facilite a realização de parcerias entre as OSCs, o poder público e o setor privado</i>	<i>Reconhecimento de novos conceitos e elementos e que precisam integrar o sistema financeiro</i>
JUSTIFICATIVA			

<p>Sabemos da necessidade de recursos e da grande importância das pequenas e médias empresas na geração de emprego e renda. O acesso de capital por esse perfil de negócios contribui para uma sociedade menos desigual, mais próspera e, portanto, para o desenvolvimento de uma economia mais saudável.</p>	<p>O objetivo aqui é aumentar a oferta de recursos para os negócios de impacto no Brasil. Esse objetivo está alinhado com a ENIMPACTO, e em última instância visa a atração de capital privado para a resolução de problemas socioambientais.</p>	<p>Esse objetivo está alinhado às recomendações do Fórum Econômico Mundial, segundo o qual os governos somente terão chance de enfrentar as grandes crises estruturais, climáticas e sociais se houver a colaboração de múltiplos atores convergindo para um mesmo objetivo.</p>	<p>Esse objetivo está relacionado a necessidade de transformação cultural do sistema financeiro para que novos elementos sejam incorporados à política de investimento e à forma de condução dos negócios. Não é razoável que os negócios e os investimentos desconsiderem o seu impacto. Aos poucos é necessário que atores do mercado de capitais brasileiro se atualizem e tomem consciência disso.</p>
PONTOS DE CONTRIBUIÇÃO			
<p>→ Transparência da Remuneração do Investidor Líder e Demais Consultores → Necessidade de Escrituração → Intermediação Secundária → Diversificação de Risco</p>	<p>→ Acesso ao Mercado de Capitais por Entidades OSCs → Blended Finance → Remuneração do Investidor Líder → Expansão das Possibilidades de Divulgação da Oferta → Alterações no Anexo 8</p>	<p>→ Acesso ao Mercado de Capitais por Organizações Sociedade Civil → Blended Finance</p>	<p>→ Acesso ao Mercado de Capitais por Organizações da Sociedade Civil → Blended Finance → Alterações no Anexo 8</p>

Sabemos dos desafios de acolhimento de alguns dos pontos ora proposto. No caso de eventual impossibilidade de acolhimento de algum desses itens, que essa Manifestação possa ser o início de um frutífero diálogo entre os membros do GT de Impacto e desta D.Autarquia no sentido de construir soluções para que o mercado de capitais esteja estruturado de modo a viabilizar que os objetivos acima possam ser atendidos não apenas por meio do *Crowdfunding* de Investimento, mas pelo mercado de capitais, de forma mais ampla.

Estamos esperançosos que esta Manifestação contribua para o fortalecimento do *Crowdfunding* de Investimento e também para fortalecimento das finanças sustentáveis e de impacto.

Cordialmente

Grupo de Trabalho Instrumentos Financeiros e Negócio de Impacto