

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

At.: **Ilmo. Sr. Antônio Carlos Berwanger**
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

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

Prezado Superintendente,

Como pesquisadores do tema do investimento coletivo no Brasil, em especial no que diz respeito aos efeitos da regulação no desenvolvimento desta importante iniciativa, apresentamos manifestação quanto à proposta de Revisão da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 (“ICVM 588”), com fundamento no edital SDM 02/2020.

A presente manifestação tem por objetivo trazer algumas sugestões com base em orientações para a regulação do *crowdfunding* de investimento- (“CFI”) que estão sendo praticadas em distintas jurisdições. Também faz uso de informações decorrentes de pesquisas efetuadas nos sítios de plataformas autorizadas para operações de CFI no Brasil, conforme o documento **Plataformas eletrônicas de investimento participativo (*crowdfunding*) registradas na CVM**. A pesquisa foi realizada no período compreendido entre 10 e 19 de junho de 2020 e referencia os registros dos relatórios anuais que estão disponíveis no sítio CVM¹.

IOSCO (2015) aponta que, frequentemente, as regulamentações de várias jurisdições têm adotado requisitos de entrada mais leves; condutas especiais para os portais de financiamento; requisitos de relatórios limitados para emissores; assim como menores exigências de requisitos formais para a participação de empresas ofertantes no mercado. Em contrapartida, maiores isenções são equilibradas com limitações nos serviços e atividades que a plataforma está autorizada a executar. Também é recorrente o dever de

¹ Informações obtidas no endereço eletrônico: http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Relatorio-anual-de-ofertas-encerradas.html.

nomear um custodiante de terceiros para manter os ativos de um investidor; limitações à capacidade do investidor de acessar plataformas de financiamento; e imposição de regimes de reconhecimento de riscos e educação de investidores.

Com isso, o desafio da regulação é **facilitar a entrada e participação** de agentes em **condições competitivas** e, ao mesmo tempo, promover níveis adequados de **proteção aos investidores**. Nesse sentido, a ICVM 588 é uma das ferramentas críticas para alcançar esses objetivos e representou um marco importante em 2017, pois forneceu a segurança jurídica de que o país carecia para promover a iniciativa de CFI.

Contudo, grande parte dos riscos a serem enfrentados nesse mercado estão associados à **assimetria de informação** e à **falta de reputação** dos participantes, sejam as plataformas digitais, intermediárias das operações, sejam as empresas emissoras, que frequentemente são empresas nascentes (*startups*).

O instrumento de CFI é desenhado mundo a fora de maneira a permitir a participação de **grande número de investidores** (com pequenas quantias) que, em sua maioria, não possuem **experiência ou qualificação em finanças**. Por isso, os limites e exigências impostas pela ICVM 588 são importantes. Pois, na **ausência de instrumentos adequados** para aferição da viabilidade dos projetos financiados, esses limites **atenuam os danos potenciais** a esses investidores.

O edital 02/2020 informa que a revisão da ICVM 588 se concentra em seis grandes tópicos: (i) expansão dos limites; (ii) expansão das possibilidades de divulgação da oferta; (iii) proteção dos investidores; (iv) aprimoramento de mecanismos operacionais da oferta; (v) possibilidade de intermediação secundária pela plataforma; e (vi) rito de autorização das plataformas.

Os comentários e sugestões, aqui apresentados, concentram-se em dois tópicos: (i) expansão dos limites e (iii) proteção dos investidores. Nossa visão é de que, em alguma medida, as propostas de mudança no regramento vigente, apresentam potenciais efeitos diversos do colimado pela autoridade reguladora, qual seja oferecer oportunidade de **financiamento a pequenos negócios** e fomentar do **desenvolvimento deste mercado específico**.

Com o objetivo de colaborar primeiramente com as questões de maior sensibilidade, os comentários referentes às questões de proteção dos investidores serão colocados antes da expansão de limites, tal como segue.

1. proteção dos investidores

A reforma pretende implementar, como medida de proteção ao investidor, dentre outras, as seguintes obrigações:

1.1 Escrituração dos valores mobiliários

Quanto a este tópico, é importante ressaltar que as empresas em estado bastante inicial são as que mais se beneficiam do CFI porque, além de não terem **acesso às linhas de crédito** pelos instrumentos tradicionais², também são incapazes de atrair investimentos pela via de mecanismos de *Venture Capital/Private Equity*, ou mesmo por meio de investimento anjo³.

No entanto, pequenos negócios respondem por 52% dos empregos formais e por 27,5% do Produto Interno Bruto (PIB) do país e, neste contexto, impor um procedimento que **encarece os custos** da oferta pode trazer como resultado o alijamento dos menores emissores desse mercado.

² Segundo o jornal Correio Braziliense, O presidente do Banco Central (BC) ,Roberto Campos Neto, o presidente da Federação Brasileira de Bancos FEBRABAN, Isaac Sidney Ferreira; e do líder do governo no Congresso Nacional, senador Eduardo Gomes (MDB-TO) concordam que os bancos são agentes fundamentais no combate à crise em que o país se encontra na atualidade, porém é necessário aperfeiçoar o acesso a empréstimos e financiamentos para que seja cumprido esse papel. Ministério da Economia e o Banco Central já implementaram diversos programas emergenciais de crédito na pandemia. Foram lançadas 14 medidas diferentes, que prometem injetar mais de R\$ 1,2 trilhão de liquidez no sistema financeiro nacional. Porém, a maior parte do capital não chegou às micro, pequenas e médias empresas —setor que, segundo os especialistas, foi o mais atingido pela quarentena. Tal setor responde por 52% dos empregos formais e por 27,5% do Produto Interno Bruto (PIB) do país. Notícia disponível em : https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2020/07/10/internas_economia,870942/amp.html

³ Em linha com o que afirmam autores internacionais como Hornuf (2017) e Ibrahim (2015).

Embora seja um procedimento adequado para o objetivo de promover um mercado secundário para o CFI e, embora a reforma planejada contemple medidas que excepcionam a exigência de uma instituição financeira como escriturador para o investimento coletivo, o procedimento tornar-se-á demasiado **custoso para alguns emissores**.

Cabe ressaltar que, no período entre 2017 até 2019, muitas microempresas utilizaram a via do CFI para captar recursos. Levantamento realizado nas 143 operações de captação de recursos via CFI, que se deram no período em referência, evidenciou que 5 microempresas participaram em 2019 e 7 participaram em 2018. Tal resultado diz respeito apenas a denominação de empresa como “ME” porque os relatórios anuais não trazem as informações de receita anual ou de capital social dos emissores. Empresas de cursos *online*, máquinas de corte a *laser*, empresas de *software* e empresas que promovem sustentabilidade estão entre os emissores em questão.

Desse modo, sugere-se que, em vez da obrigatoriedade de escrituração para todos os emissores, a regulação possa adotar a exigência de que os emissores informem os **sistemas de controle** próprios ou terceirizados que **garantam o registro seguro** da titulação de valores mobiliários de sua emissão. Ainda, a plataforma poderia atuar de modo a verificar a eficácia de tais sistemas, como condição para a autorização da oferta em seu ambiente. Desta forma, estar-se-ia também barateando a atividade regulatória por parte da CVM, uma vez que se terceirizaria à plataforma privada parte deste ônus, em busca de uma maior proteção aos investidores.

Como outra possibilidade, também poderia ser adotado o critério de diferentes exigências para diferentes faixas de receita anual. Esta sugestão segue a mesma lógica da proposta de alteração que passa a exigir auditoria das demonstrações financeiras dos emissores que já tenham ultrapassado o valor de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) de receita bruta anual. Seria possível, por exemplo, exigir a escrituração obrigatória para empresas cuja receita bruta anual ultrapasse R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais). Para as empresas abaixo desse patamar, seria exigida a informação e manutenção de **sistemas e controles** que garantam o registro da titularidade dos valores mobiliários ofertados.

1.2. Estrutura das plataformas

A autarquia propõe aumentar o valor do capital social mínimo para que tais plataformas pleiteiem o seu registro, que passa de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) para R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais).

Quanto a esta medida, vale lembrar que ESMA - *European Securities and Markets Authority* - caracteriza as plataformas também como **pequenos negócios**. Ainda, prevendo as mudanças a serem implementadas na ICVM 588, as plataformas com capital social abaixo de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) poderiam captar, mas estariam proibidas de atuar no mercado de CFI, até que fosse atingido o capital social mínimo exigido para pleitear o direito de operar nesse mercado.

Impor uma **barreira à entrada** de pequenas empresas de um dado segmento do mercado, com base puramente em um critério financeiro, parece ser uma medida que vai de encontro à missão da regulação do CFI no Brasil. Além disso, apenas o tamanho da empresa não garante que mecanismos de proteção ao investidor sejam efetivamente utilizados. Nem sequer está clara a existência de uma correlação positiva entre **tamanho da plataforma** e seu **zelo com o investidor**.

Com base em pesquisas realizadas na literatura internacional sobre CFI e sobre mercados que envolvem a intermediação de plataformas digitais, é possível afirmar que a afetividade em matéria de proteção do investidor depende mais da: 1) **reputação** das plataformas que atuam na intermediação do CFI; e 2) **estratégias de preços** adotadas pela plataforma.

A mesma ESMA emitiu o documento *Advice- Investment-Based Crowdfunding*, no ano de 2014. O documento aponta que pode haver **conflito de interesses** a partir da estratégia de remuneração adotada pela plataforma e há **potencial risco de prejuízo** para os investidores quando o intermediário é remunerado pelos emissores.

ESMA (2014) informa outros riscos, tais como o de investidores **superestimarem** a diligência da plataforma quanto às **avaliações da viabilidade** dos projetos que são ofertados em seu ambiente. Além disso, ressalta os riscos operacionais envolvidos; a probabilidade de falha da própria plataforma e o **risco de descontinuidade** nos serviços oferecidos. Destacando que esses riscos são particularmente relevantes quando a plataforma detém dinheiro ou ativos do cliente ou está envolvida, de alguma outra maneira, com a administração pós-venda do investimento.

No caso Brasileiro, a pesquisa nos sítios das plataformas pode oferecer um cenário superficial das estratégias de preços que estão sendo praticadas pelos intermediários participantes do mercado.

Verificações efetuadas no material didático e nos termos de uso das plataformas, indicam que: 9 das 30 plataformas autorizadas – inclusive a Urbe, a EqSeed, a SMU, a Cap Table e a Inco Invest – declaram expressamente que a remuneração é cobrada **exclusivamente do emissor**, não havendo nenhum tipo de taxa para o investidor.

A EqSeed, embora não exija remuneração financeira do investidor, informa em seu material didático que, mediante venda de valor mobiliário e/ou participação societária adquirida por intermédio da plataforma, pode ser cobrado do investidor uma “taxa de sucesso”.

Já a Basement informa, em seus termos de uso, que não cobra taxas de desempenho do investidor. No entanto, mediante a participação do sindicato de investimento nas rodadas, poderão ser cobradas porcentagens sobre o ganho de capital do investidor. O intermediário também informa que: a) haverá uma “taxa de listagem” a ser cobrada do emissor para fins de análise da documentação, condução do processo de verificação do perfil da Organização Emissora e de seus sócios e administradores e aprovação da listagem da Oferta; e b) também existe uma “taxa de captação” a ser cobrada pela Basement como um percentual sobre o montante final captado em caso de encerramento com êxito.

Outras 4 plataformas, incluindo Bloxs e Upangel, informam que serão efetuadas cobranças do emissor, as quais incluem um valor fixo e uma taxa de processamento ou

sucesso da rodada de investimento, porém não informam expressamente que nada será cobrado do investidor.

Vale lembrar que a Urbe (uma das plataformas que não cobram nenhum tipo de taxa para o investidor) é uma das maiores plataformas de CFI da América Latina e, no Brasil, a plataforma foi responsável por 21,97% das captações no período entre 2017 até 2019⁴. Ainda assim, a plataforma Urbe-ME, no mês de junho de 2020, foi penalizada pela CVM, por uso indevido da logomarca da autarquia e por **ofertas irregulares** de operações de empréstimo e financiamento.

Desse modo, sugere-se que sejam aplicadas medidas de proteção ao investidor **que não representem barreiras à entrada de pequenos negócios com potencial de crescimento no mercado das plataformas de intermediação**. A própria, a Instrução CVM Nº 626/2020 (“ICVM 626”), a qual regula o “*sandbox* regulatório” para negócios inovadores em atividades no mercado de capitais, elenca critérios mínimos de segurança que a plataforma deve ter para ser aceita no *sandbox*, por exemplo.

O regramento prevê que a plataforma deve demonstrar ter capacidade de estabelecer, no mínimo, mecanismos de proteção contra ataques cibernéticos e acessos lógicos indevidos a seus sistemas; produção e guarda de registros e informações, inclusive para fins de realização de auditorias e inspeções e; prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo (ICVM 626, Art 5, V).

A exemplo da redação da ICVM 626, sugere-se que a aprovação do registro da plataforma como intermediária de CFI esteja sujeita à demonstração dos mecanismos a serem utilizados para proteção contra ataques cibernéticos e acessos lógicos indevidos a seus sistemas; produção e guarda de registros e informações, inclusive para fins de

⁴ Três plataformas dominam o mercado em termos de percentual sobre o total de captações auferido entre 2017 até 2019. Duas delas dominam quase a metade do mercado e atraíram 47% dos investidores. A Eqseed Ltda concentra 24,71% das captações; a Basement (anterior Kria ou ainda Broota Brasil) representa 23,81% das captações e a Urbe.ME 21,97%. Outras plataformas concentram menor parcela como SMU (anterior StartmeUp), 8,84%; Inco Investimentos Coletivos, 6,49%; Bloxs, 5,21% e Glebba, 4,07%. Todas as 4 captações bem sucedidas em 2017 foram realizadas por 2 intermediários: Urbe.ME e EqSeed Ltda. Duas operações foram fechadas pela Urbe, somando R\$ 2.250.000,00, com a participação de 482 investidores.

realização de auditorias e inspeções e; prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo. Talvez seja pertinente também exigir que tais mecanismos sejam informados ao investidor.

Segundo IOSCO (2015), na Itália, é necessário um gerente de portal para **garantir a integridade das informações recebidas e publicadas**, fornecendo sistemas operacionais confiáveis e seguros. Particularmente, o gerente do portal deve identificar as fontes de riscos operacionais, adotar procedimentos e controles adequados, evitar interrupções operacionais e fornecer instalações de backup adequadas. O CONSOB – *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* - examina os procedimentos internos (incluindo TI) no registro e de forma contínua. Ainda, o portal de financiamento deve conter, de forma resumida e facilmente compreensível, as **informações** sobre as medidas adotadas pelo gerente do portal **para reduzir e gerenciar os riscos de fraude**.

2. Expansão dos limites

A reforma pretende aumentar todos os três limites: 1) valor máximo de captação da oferta por exercício; 2) à receita bruta máxima do emissor; e 3) ao investimento individual máximo por investidor considerado não qualificado nos termos da regulamentação específica da CVM. Ocorre que as restrições de valores existentes na regulação atual são importantes. Pois compensam a ausência de dispositivos legais que obriguem os emissores a oferecer uma **análise de viabilidade** dos projetos, a oferecer algum nível de **garantia**, ou mesmo a oferecer alguma **sinalização da qualidade** dos projetos.

Ou seja, as limitações atuais (de valores) impostas pelo regulador, se não **colaboram de fato** para minorar ou remediar a **assimetria de informações**, ao menos diminuem os **danos potenciais** (que a literatura internacional abunda em apontar). Mais importante, ao limitar o valor máximo para a captação, hoje fixado em R\$ 5 milhões, e o do investimento anual do investidor não qualificado em R\$ 10 mil, a regulação está evitando que este importante instrumento para **financiamento de pequenos negócios** e ideias nascentes por **pequenos investidores** seja desvirtuado.

A ICVM 588, em sua versão atual, prevê apenas o preenchimento de formulários padrão com informações básicas para emissores e ofertas. Como mecanismo de redução da assimetria de informação, existem as figuras do investidor líder e do sindicato de investimento.

Alguns autores internacionais apontam o risco de o mercado de CFI perder a capacidade de atrair bons empreendimentos e acabar sendo desacreditado pelos investidores. Seria o caso de projetos viáveis não serem ofertados neste mercado devido à assimetria de informação. Nesse caso, passa a existir uma tendência à oferta exacerbada de títulos ruins, rebaixando a qualidade média dos projetos bem-sucedidos no CFI⁵.

Em relação à assimetria de informação, os regramentos internacionais atribuem nível de exigência diferenciado para diferentes tipos de empresas emissoras. A regulação norte americana para o CFI, por exemplo, traz a previsão de que um emissor deva divulgar informações materiais básicas sobre a empresa, incluindo: 1) sua localização, 2) propriedade e estrutura de capital; 3) as identidades de seus diretores, conselheiros e 20% ou mais acionistas; e 4) informações sobre a experiência comercial de conselheiros e diretores do emissor para três anos anteriores; conforme destacado por Rubock (2014). O autor ressalta, ainda, que o emissor também deve fornecer uma oferta-alvo, uma descrição do seu plano de negócios e uma explicação do objetivo para a utilização dos recursos captados.

Nesse caso, o emissor deve divulgar diferentes graus de informações financeiras, dependendo da oferta alvo montante. Se a oferta alvo for superior a US\$ 500.000,00 o emissor deverá divulgar **demonstrações financeiras auditadas**. Se a oferta alvo for entre US\$ 500.000,00 e US\$ 100.000,00, o emissor deve divulgar as **demonstrações financeiras revisadas** por um contador independente (mas não necessariamente auditado formalmente). Se a oferta alvo for inferior a US\$ 100.000,00, o emissor precisará fornecer apenas **demonstrações financeiras certificadas** como verdadeiras e completas pelos princípios do emissor, executivo principal, além de declarações de

⁵ Situação conhecida como mercado de limões, conforme Tomboc (2013) e Ibrahim (2015).

imposto de renda do ano anterior (se houver). Apesar desses requisitos relaxados de divulgação, os emissores permanecem responsáveis por deturpações ou omissões materiais.

Diante do exposto, as mudanças propostas para a ICVM 588 de caráter informacional, reforçam a divulgação de informações por emissores e plataformas. Com isso, colaboram para a redução da assimetria de informação. Assim, é importante que as medidas de caráter informacional sejam aprovadas para que o aumento de limites possa se dar de maneira mais segura.

Finalmente, esperamos que esta breve manifestação possa contribuir de maneira positiva para o aprimoramento deste importante instrumento regulatório.

Agradecemos a oportunidade de participação.

Atenciosamente,

Ane Bastos

Mestranda do Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas – UERJ

Rafael Pinho de Moraes

Professor Adjunto do Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas – UERJ

www.rafaelpinhodemorais.com.br

Rogério Dantas

Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento - IE/UFRJ

REFERÊNCIAS

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública CVM/SDM N° 02/2020 Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_>. Acesso em 16/06/20

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Plataformas eletrônicas de investimento participativo (crowdfunding)**. 2017 - 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Plataformas-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding.html>. Acesso em 16/06/20.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Plataformas eletrônicas de investimento participativo (crowdfunding) registradas na CVM**. 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/anexos/plataformas_eletronicas_de_investimento_participativo.pdf>. Acesso em: 16/06/20.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório anual de ofertas encerradas**. 2017 - 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Relatorio-anual-de-ofertas-encerradas.html>. Acesso em 16/06/20.

ESMA. Advice- Investment-Based Crowdfunding, Advice ESMA/2014/1560 - **European Securities and Markets Authority** - ESMA, Dec. 18. 2014. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1560_advice_on_investment-based_crowdfunding.pdf>. Acesso em 16/07/2020

HORNUF, L.; SCHWIENBACHER, A. Should securities regulation promote equity crowdfunding? **Small Business Economics**, v. 49, n. 3, p. 579 - 593, 2017.

IBRAHIM, D.M., Equity Crowdfunding: A Market for Lemons? , 100 MINN. **Law Rev.** 561. 2015.

IOSCO. Crowdfunding 2015: Survey Responses Report. **The Board of the International Organization of Securities Commissions** - IOSCO. FR29/2015. Dec. 2015. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>>. Acesso em 16/07/2020.

TOMBOC, G. F. The Lemons Problem in Crowdfunding, 30 **J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.** 253. 2013.