

São Paulo, 24 de julho de 2020.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM**

Rua Sete de Setembro, n.º 111, 23º andar, Centro

Rio de Janeiro - RJ, CEP 20050-901

At.: *Ilmo. Dr. **Marcelo Barbosa***  
*Presidente*

*Ilmo. Dr. **Antonio Carlos Berwanger***  
*Superintendente de Desenvolvimento de Mercado*

*(por email: [audpublicaSDM0220@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0220@cvm.gov.br))*

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM n.º 02/2020 (“Edital de Audiência”).

Prezados Senhores,

**1.** Agradecemos a oportunidade de participar da Audiência Pública SDM n.º 02/2020 (“Audiência”).

**2.** Cumpre registrar que a realização da Audiência neste momento nos parece extremamente oportuna<sup>1</sup> e necessária, na medida em que abre possibilidade para que esta i. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) colha do mercado (i) percepções de fragilidades porventura existentes que hoje podem reduzir o desenvolvimento do investimento

<sup>1</sup>Projeções do IPEA indicam uma possível retração do Produto Interno Bruto brasileiro no ano de 2020 que pode chegar a 6% (vide <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,ipea-passa-a-prever-retracao-de-6-no-pib-de-2020,70003329340>). É de se esperar, pois, em um contexto como este, que empresas nacionais, especialmente pequenas e médias, demandem em um horizonte próximo elevado volume de crédito, que pode não ser integralmente suportado pelas vias tradicionais de crédito, notadamente via instituições financeiras. Reconhecendo esta fragilidade, o Governo Federal inclusive desenhou iniciativas de oferta de crédito a micro e a pequenas empresas (vide <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2020-06/micro-e-pequenas-empresas-devem-ter-acesso-credito-esta-semana>). Acessos em JUN.2020.

participativo (“*Crowdfunding*”), e (ii) sugestões de melhorias regulatórias capazes de mitigar os problemas identificados.

**3.** Passados quase 3 (três) anos da edição da Instrução CVM n.º 588/2017 (“ICVM 588/2017”), parece ser tempo de se revisitar a norma posta, de forma a entender e debater possibilidades de aperfeiçoamento do texto editado.

**4.** Ademais, a queda da taxa básica de juros, SELIC, atualmente em 2,25% a.a.<sup>2</sup>, historicamente baixa para padrões brasileiros, correlaciona-se com uma tendência de aumento na procura por ativos que tenham maior grau de risco em relação a ativos tradicionalmente procurados no Brasil, tais como títulos de dívida pública e Certificados de Depósito Bancário de bancos de grande porte. Os ativos distribuídos via *Crowdfunding* se inserem precisamente nos tipos de ativos que agora tendem a ser mais procurados.

**5.** Apresentamos, a seguir, tendo em conta o contexto apresentado, nossas sugestões ao texto da minuta de nova instrução que alterará a ICVM 588/2017 (“Minuta”), bem como os respectivos fundamentos que embasam as sugestões propostas.

**6.** Como nota introdutória, registramos que todas as sugestões adiante propostas objetivam fomentar o ecossistema de *Crowdfunding* no Brasil, fundamental para as atividades empresariais que contam com menor acesso a crédito<sup>3</sup>.

**7.** A presente manifestação encontra-se dividida em 6 (seis) eixos temáticos, notadamente: (A) Expansão das Possibilidades de Divulgação da Oferta; (B) Escrituração dos Valores Mobiliários; (C) Intermediação Secundária; (D) Expansão dos Limites; (E) Veículos de Investimento; e (F) Trânsito de Recursos. Buscamos utilizar, quando possível, os títulos dados pelo próprio Edital de Audiência para fins de melhor identificação do assunto.

---

<sup>2</sup> <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/17095/nota>.

<sup>3</sup> Seja por custo operacional, ou mesmo por restrições de crédito em um setor altamente concentrado no Brasil, como é o setor bancário.

## **A. EXPANSÃO DAS POSSIBILIDADES DE DIVULGAÇÃO DA OFERTA**

**8.** A “expansão das possibilidades de divulgação da oferta” prevista no item 2 do Edital de Audiência é imprescindível ao desenvolvimento adequado do mercado de *Crowdfunding*.

**9.** Importante ressaltar, neste sentido, que a clara percepção do mercado parece ser de que o ecossistema de *Crowdfunding* ainda conta, no Brasil, com tamanho reduzido quando comparado ao potencial que teria caso fosse alvo de divulgação mais incisiva e de melhor qualidade.

**10.** Sem que os emissores tenham mecanismos suficientes para a adequada divulgação das ofertas, o mercado de *Crowdfunding* como um todo perde capacidade de desenvolvimento e aperfeiçoamento, na medida em que não se dá conhecimento a respeito das possibilidades de investimento existentes a uma grande gama de potenciais investidores.

**11.** Vale lembrar, aliás, que as ofertas de valores mobiliários feitos por *Crowdfunding* sequer contam com a figura do agente autônomo de investimentos, prevista na ICVM 497/2011, para, dentre outras atividades, realizar “prospecção e captação de clientes”<sup>4</sup>, o que corrobora a necessidade de se aprimorar as regras de divulgação das ofertas, como meio de difusão de tais possibilidades de investimento.

**12.** Tal circunstância faz com que a publicidade seja uma das poucas conexões possíveis entre potenciais investidores e ofertas de distribuição via *Crowdfunding*.

**13.** Note-se que esses agentes têm papel eminentemente, mas não exclusivamente, comercial, de reconhecida importância pela própria CVM<sup>5</sup>:

---

<sup>4</sup>Art. 1º Agente autônomo de investimento é a pessoa natural, registrada na forma desta Instrução, para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de:

I - prospecção e captação de clientes;

II - recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e

III - prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado”.

<sup>5</sup>Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/sistema\\_distribuicao/Agentes\\_autonomos.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/sistema_distribuicao/Agentes_autonomos.html). Acesso em JUN.2020.

“Em um mercado em franca expansão, como o brasileiro, o papel dos agentes é tido como fundamental para o crescimento da base de investidores no mercado de capitais, ao constituírem um importante elo entre os investidores e os produtos e serviços disponíveis.”

**14.** Assim, com a finalidade de fomentar o interesse desses potenciais investidores nas captações feitas por meio de *Crowdfunding*, sugerimos a alteração do art. 11, parágrafo 1º, da ICVM 588/2017, conforme redigido na Minuta, e também a revogação do inciso IV do artigo 28, por decorrência lógica da alteração promovida no artigo 11, ambos da mesma ICVM 588/2017, da seguinte forma:

***Proposta de alterações ao texto da Minuta:***

| Minuta   | Proposta   |
|--|--|
| <p>“Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente por meio de página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores.</p> <p>§ 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. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente por meio de página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores.</p> <p>§ 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 - <b>sejam observados os requisitos do § 2º do art. 28 desta Instrução<sup>6</sup>; e</b><br/> <del>sejam veiculadas, no máximo, as seguintes informações sobre a oferta:</del></p> <p><del>a) o tipo de valor mobiliário ofertado;</del></p> |

<sup>6</sup>“§ 2º O material publicitário utilizado nos termos do § 1º não pode conter informações diversas ou inconsistentes com as constantes das informações essenciais da oferta e deve ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento”.

|   |  |
|---|--|
| <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>.....</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><del>b) os valores alvo mínimo e máximo da captação;</del></p> <p><del>c) eventual valor mínimo de investimento; e</del></p> <p><del>d) breve histórico e descrição das atividades da emissora; e</del></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>.....</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 - <b>REVOGADO</b><sup>7</sup><br/><del>utilizar material publicitário para divulgar a oferta fora do ambiente eletrônico da</del></p> |
|---|--|

<sup>7</sup>Caso seja acatada esta sugestão, o artigo 11 da nova ICVM deverá ser alterado para:  
“Art. 11. Ficam revogados os seguintes dispositivos da ICVM 588/2017:  
I - o inciso I do § 1º do art. 11;  
II - o inciso IV do art. 28; e  
III - o inciso II do art. 31”.

|  |   |
|--|---|
| <p>.....</p> <p>§ 2º O material publicitário utilizado nos termos do § 1º não pode conter informações diversas ou inconsistentes com as constantes das informações essenciais da oferta e deve ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento.”</p> | <p>plataforma;</p> <p>.....</p> <p>§ 2º O material publicitário utilizado nos termos do § 1º não pode conter informações diversas ou inconsistentes com as constantes das informações essenciais da oferta e deve ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento.”</p> |
|--|---|

**Fundamentos:**

**15.** A técnica de redação que confere maior previsibilidade, tanto ao mercado em geral quanto ao próprio regulador quando aplicam e interpretam qualquer norma restritiva de direitos, consiste, salvo melhor juízo, em explicitar aquilo que é proibido, em oposição à criação de rol enumerativo do que é permitido.

**16.** Explicitar aquilo que é proibido não só confere maior previsibilidade aos agentes de mercado e ao próprio regulador, como também segue o racional constitucional segundo o qual: “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”<sup>8</sup>.

**17.** Esta técnica de redação também garante maior grau de efetividade ao propósito último da norma, qual seja, garantir, em última análise, maior proteção aos investidores e aos investidores em potencial.

**18.** Reconhecemos o mérito da preocupação desta d. CVM de se evitar informações discrepantes entre aquelas constantes da página oficial da oferta e aquelas porventura divulgadas em outros ambientes. Esta preocupação, todavia, parece bem endereçada se a norma reiterar a aplicação do parágrafo 2º do artigo 28, conforme acima sugerimos, ao invés de criar rol que enumere as informações que podem ser divulgadas. Dessa forma, aproveita-se redação já integrante do texto da ICVM 588, de forma simples e objetiva.

**19.** Entendemos, ainda, que a redação originalmente proposta na Minuta para o inciso II do parágrafo 1º do artigo 11 pode gerar interpretações discrepantes entre as diversas plataformas autorizadas e demais *players* do mercado, o que poderia culminar no

---

<sup>8</sup> Constituição Federal, art. 5º, II.

aumento da demanda da atuação desta d. CVM, por exemplo pela via de Processos Administrativos Sancionadores, e até mesmo em prejuízo ao que se procura incentivar.

**20.** Ainda, as informações viabilizadas pelas alíneas de “a” a “c”, segundo entendemos, pouco contribuem para que o potencial investidor passe a compreender melhor o valor mobiliário em oferta.

**21.** A título ilustrativo, a alínea ‘d’, acima reproduzida, menciona a possibilidade de divulgação de “breve histórico e descrição das atividades da emissora”. No entanto, a expressão “breve histórico” não traz a precisão necessária, o que pode gerar interpretações divergentes. Realmente, não se é possível saber se os nomes dos empreendedores envolvidos, suas experiências, dados financeiros e estratégicos da emissora, entre outras informações, poderiam ser divulgados sob a proteção da expressão “breve histórico”, tampouco quão breve a i. CVM entende que seja referido histórico. É dizer que o conceito fica muito alargado e pouco específico, dando margem significativa a inseguranças jurídicas de toda sorte.

**22.** Mais uma vez, reiteramos o entendimento de que a norma deve ser capaz de aumentar o grau de previsibilidade dos agentes de mercado, e não o contrário.

**23.** Por decorrência lógica das sugestões propostas, faz-se necessário revogar o inciso IV do artigo 28 da ICVM 588/2017, uma vez que este dispositivo contempla vedação ampla à divulgação de oferta fora da plataforma de *Crowdfunding*, e, portanto, é incompatível com a expansão de possibilidades que esta d. Comissão acertadamente se preocupou em levar a efeito.

***Proposta alternativa:***

**24.** Alternativamente, apenas caso não seja acatada a proposta acima, e imbuídos do espírito de aprimoramento da ICVM 588/2017, sugerimos a seguinte alteração ao art. 11, parágrafo 1º, da ICVM 588/2017, assim como a revogação lógica do inciso IV do artigo 28 da mesma Instrução:

| Minuta   | Proposta   |
|--|--|
| <p>“Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente por meio de página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores.</p> <p>§ 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>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</p> | <p>“Art. 11. A oferta realizada com dispensa de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada exclusivamente por meio de página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores.</p> <p>§ 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>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;</p> <p>e) descrição detalhada do projeto alvo da captação;</p> <p>f) informações sobre o processo de seleção do projeto alvo da captação;</p> <p>III - seja destacado o direcionamento eletrônico para as informações essenciais da oferta, na página da plataforma na rede</p> |



|  |  |
|--|--|
| <p>mundial de computadores, em observância ao art. 8º, com os seguintes dizeres: “Não invista antes de entender as informações essenciais da oferta”.</p> <p>.....</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>.....”</p> | <p>mundial de computadores, em observância ao art. 8º, com os seguintes dizeres: “Não invista antes de entender as informações essenciais da oferta”;</p> <p>IV - sejam observados os requisitos do § 2º do artigo 28 desta Instrução.</p> <p>.....</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 - <b>REVOGADO</b><sup>9</sup> <del>utilizar material publicitário para divulgar a oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma</del></p> <p>.....”</p> |
|--|--|

**Fundamentos:**

**25.** Embora meritória e absolutamente compreensível a preocupação desta d. CVM de se coibir a existência de informações concorrentes/conflitantes, não há razão para que não se permita a divulgação das informações previstas nas alíneas “e” e “f”, acima,

<sup>9</sup>Caso seja acatada essa sugestão, o artigo 11 da nova ICVM deverá ser alterado para: “Art. 11. Ficam revogados os seguintes dispositivos da ICVM 588/2017: I - o inciso I do § 1º do art. 11; II - o inciso IV do art. 28; e III - o inciso II do art. 31 desta instrução”.

especialmente quando se pretende criar um ecossistema propício ao fomento do *Crowdfunding*.

**26.** Vale assinalar que a preocupação com a existência de dados potencialmente concorrentes/conflitantes em páginas distintas estará devidamente endereçada com a reprodução daquelas exigências de que trata o parágrafo 2º do artigo 28, objeto de remissão acima.

**27.** Entretanto, é preciso não se perder de vista que o objetivo precípua neste ponto é divulgar as ofertas com informações suficientes para atrair o interesse de potenciais investidores. Para tanto, é necessário disponibilizar elementos que permitam a tais potenciais investidores compreender não apenas os termos financeiros básicos da oferta pública (alíneas (a) a (c) do artigo 11, §1º, inciso II), mas também, e principalmente, as condições e finalidades da captação pretendida, razão pela qual propomos incluir no rol de informações que poderão ser divulgadas fora da plataforma, além do histórico da empresa emissora, detalhes do projeto e informações sobre o processo seletivo ao qual foi submetido para aprovação pela respectiva plataforma.

**28.** Portanto, caso a opção regulatória seja pela manutenção da técnica redacional adotada na Minuta, entendemos, respeitosamente, que o rol previsto deve conter elementos de atratividade da oferta para o investidor em potencial, o que hoje não nos parece contemplado.

**29.** Salvo melhor juízo, o rol previsto nas alíneas de “a” a “d” possibilita o fornecimento de informações que, isoladamente, são insuficientes para que potenciais investidores se sintam devidamente motivados a se direcionarem para a página oficial da oferta, razão primordial da divulgação em vias alternativas.

**30.** Dito de outro modo, o propósito de divulgação em vias alternativas à própria página oficial da captação fica prejudicado na hipótese de se adotar um rol restrito como aquele previsto exclusivamente nas alíneas de “a” a “d”. Por este motivo, sugerimos a inclusão dos itens anteriormente relacionados.

**31.** Por decorrência lógica das sugestões propostas, faz-se necessário revogar o inciso IV do artigo 28 da ICVM 588/2017, uma vez que este dispositivo contempla vedação ampla à divulgação de oferta fora da plataforma de *Crowdfunding*, e, portanto, é incompatível com a expansão de possibilidades que esta d. Comissão acertadamente se preocupou em levar a efeito.

## **B. ESCRITURAÇÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS**

**32.** Endossamos as alterações sugeridas na ICVM 588/2017 no que diz respeito à necessidade de escrituração de valores mobiliários ofertados e distribuídos sob a regência da ICVM 588/2017, na medida em que referidas alterações elevam o nível de segurança e de transparência existentes nas operações envolvendo valores mobiliários.

**33.** Para dar efetividade às sugestões feitas pela I. Comissão, parece-nos necessário que a ICVM 543/2013, que trata da escrituração de valores mobiliários, seja ajustada para contemplar o novo contexto regulatório que passará a exigir a escrituração dos valores mobiliários emitidos sob a regência da ICVM 588/2017.

**34.** Sugerimos, portanto, pelos fundamentos expostos a seguir, e com o objetivo de aumentar a segurança do mercado de *Crowdfunding*, harmonizar a ICVM 543/2013 com os ajustes em discussão na Audiência, da seguinte forma:

### **Proposta de alterações ao texto da Instrução CVM 543/2013:**

| <b>Redação Atual da ICVM 543/2013</b>   | <b>Proposta</b>   |
|---|---|
| “Art. 3º A presente Instrução:<br>.....<br>II - aplica-se:<br><br>(a) em caso de distribuição pública, aos instrumentos, que nesta situação estejam sujeitos à competência da CVM; e<br><br>.....<br><br>Art. 12. Sem prejuízo de outras obrigações aplicáveis aos emissores, o escriturador deve comunicar à CVM, até o 5º (quinto) dia útil do mês subsequente, a celebração e extinção de contrato de escrituração de valores mobiliários, e aos depositários centrais, na forma dos respectivos | “Art. 3º A presente Instrução:<br>.....<br>II - aplica-se:<br><br>(a) em caso de distribuição pública, aos instrumentos, <b>sujeitos a registro ou não</b> , que <del>nesta</del> situação estejam sujeitos à competência da CVM; e<br><br>.....<br><br>Art. 12. Sem prejuízo de outras obrigações aplicáveis aos emissores, o escriturador deve comunicar à CVM, até o 5º (quinto) dia útil do mês subsequente, a celebração e extinção de contrato de escrituração de valores mobiliários, e aos depositários centrais, <b>quando aplicável nos termos da Instrução</b> |

|   |  |
|---|--|
| <p>regulamentos, o início e término da execução de contrato de escrituração de valores mobiliários aceitos para depósito centralizado pelo depositário central.</p> <p>.....</p> <p>Art. 19. O registro efetuado na conta de valores mobiliários atribui titularidade sobre os valores mobiliários e, sem prejuízo da observância de outros requisitos legais ou regulamentares, deve refletir a existência de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames ou ônus.</p> <p>.....”</p> | <p><a href="#">CVM 541, de 20 de dezembro de 2013</a>, na forma dos respectivos regulamentos, o início e término da execução de contrato de escrituração de valores mobiliários aceitos para depósito centralizado pelo depositário central.</p> <p>.....</p> <p>Art. 19. O registro efetuado na conta de valores mobiliários, <a href="#">independentemente do sistema informatizado que seja utilizado</a>, atribui titularidade sobre os valores mobiliários e, sem prejuízo da observância de outros requisitos legais ou regulamentares, deve refletir a existência de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames ou ônus.</p> <p>.....”</p> |
|---|--|

**Fundamentos:**

**35.** Os ajustes acima sugeridos vão todos no sentido comum de melhor adequar as normas de escrituração aplicáveis à atual realidade do mercado, cada vez mais informatizado, e que pressuporá – admitindo que a proposta desta i. Comissão se transforme em texto regulatório – a escrituração de valores mobiliários distribuídos por plataformas de Crowdfunding.

**36.** Em diversos pontos da ICVM 543/2013<sup>10</sup> poderia surgir dúvida a respeito de eventual aplicabilidade da figura do depositário central, de que trata a ICVM 541/2013, em contexto de *Crowdfunding*. O dispositivo central no qual tal questão se apresenta de forma evidente nos parece ser o artigo 12.

**37.** De modo a esclarecer na própria ICVM 543/2013 a não aplicabilidade obrigatória da figura do depositário central em captações realizadas sob a regência da ICVM 588/2017,

<sup>10</sup> Vide, por exemplo, o artigo 12, que prevê: “Art. 12. Sem prejuízo de outras obrigações aplicáveis aos emissores, o escriturador deve comunicar à CVM, até o 5º (quinto) dia útil do mês subsequente, a celebração e extinção de contrato de escrituração de valores mobiliários, e aos depositários centrais, na forma dos respectivos regulamentos, o início e término da execução de contrato de escrituração de valores mobiliários aceitos para depósito centralizado pelo depositário central.”

considerando o que fez o parágrafo único, IV, do artigo 3º da ICVM 541/2013<sup>11</sup> – que abaixo se propõe alterar -, e aqui em contexto diverso, sugere-se alterar o *caput* do artigo 12 da ICVM 543/2013, conforme descrito acima.

**38.** Também nesse sentido, e para manutenção de coerência, é necessário que a própria ICVM 541/2013, que trata da figura do depositário central, seja alterada para que o Artigo 3º ressalve não apenas a não aplicação do depósito centralizado às hipóteses de distribuição pública de valores mobiliários associados ao ecossistema de *Crowdfunding*, mas também à própria negociação de tais valores mobiliários.

**39.** Ressaltamos que a mudança adiante sugerida a este respeito procura apenas adequar a ICVM 541/2013 ao espírito da Comissão de Valores Mobiliários de acertadamente permitir negociação de valores mobiliários de forma secundária, conforme manifestado no Edital de Audiência:

***Proposta de alterações ao texto da Instrução CVM 541/2013:***

| Redação Atual da ICVM 541/2013  | Proposta  |
|---|---|
| <p>“Art. 3º O depósito centralizado é condição:</p> <p>I – para a distribuição pública de valores mobiliários; e</p> <p>II – para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários.</p> <p>Parágrafo único. O disposto no inciso I do caput não se aplica à distribuição pública de:</p> <p>.....</p> <p>IV – valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte</p> | <p>“Art. 3º O depósito centralizado é condição:</p> <p>I – para a distribuição pública de valores mobiliários; e</p> <p>II – para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários.</p> <p>Parágrafo <b>1º</b> único. O disposto no inciso I do caput não se aplica à distribuição pública de:</p> <p>.....</p> <p>IV – <b>REVOGADO</b><sup>12</sup><br/><del>valores mobiliários de emissão de</del></p> |

<sup>11</sup> “Art. 3º O depósito centralizado é condição: I – para a distribuição pública de valores mobiliários; e (...) Parágrafo único. O disposto no inciso I do caput **não se aplica** à distribuição pública de: (...) **IV – valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte distribuídos com dispensa de registro de oferta pública por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, de acordo com regulamentação específica.**”

<sup>12</sup> Caso seja acatada essa sugestão, o artigo 11 da nova ICVM deverá ser alterado para incluir este dispositivo em seu rol de revogações expressas.

|  |  |
|--|--|
| <p>distribuídos com dispensa de registro de oferta pública por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, de acordo com regulamentação específica.</p> <p>.....”</p> | <p><del>sociedades empresárias de pequeno porte distribuídos com dispensa de registro de oferta pública por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, de acordo com regulamentação específica.</del></p> <p>.....</p> <p>Parágrafo 2º. O disposto no caput, incisos I e II não se aplica à negociação ou distribuição pública de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte distribuídos com dispensa de registro de oferta pública por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, de acordo com regulamentação específica.”</p> |
|--|--|

**40.** Como é de conhecimento dessa d. CVM, é fato notório e amplamente conhecido os recentes avanços nos mercados financeiros e de capitais, nacional e internacionalmente, especialmente no que diz respeito à utilização de novas tecnologias, como as tecnologias de registro distribuído (*Distributed Ledger Technologies* - “DLTs”) e também a própria tecnologia *blockchain*<sup>13</sup>. Essas tecnologias trouxeram, por sua vez, avanços que permitem novas formas de registrar, documentar, armazenar, validar e instrumentalizar operações típicas do mercado financeiro, que não poderiam passar despercebidas ao se debater assuntos relacionados à escrituração de valores mobiliários.

**41.** Primeiramente, cumpre destacar que podemos definir token, em uma acepção lata, como documento representativo de situações jurídicas. Assim, o token é gênero do qual criptomoedas (como o bitcoin e ethereum), contratos eletrônicos e contratos inteligentes (*smart contracts*)<sup>14</sup> e criptoativos são espécies. Em outras palavras, a tecnologia necessária para criação do token é a mesma, permitindo, contudo, seu uso em diferentes situações jurídicas.

<sup>13</sup>A esse respeito, note-se que as DLTs são gêneros, dos quais a *blockchain* é uma espécie. Ou seja, é correto afirmar que a *blockchain* é uma DLT. Dessa forma, e para os fins propostos nessa manifestação, utilizaremos os termos DLT e *blockchain* de forma indistinta.

<sup>14</sup>A diferença entre contratos eletrônicos e *smart contracts* reside nas funcionalidades necessárias para caracterizar um contrato eletrônico como *smart contract*.

**42.** Isso posto, entendemos importante descrever o funcionamento do token. O token é gerado de forma centralizada, através de um agente que insere os dados sobre o token em formato de código de programação. Uma vez que o token seja gerado, isto é, o token tenha sido corretamente descrito em linguagem de programação de informática e validado pela rede que lhe dá suporte, o token poderá circular de maneira similar ao título de crédito físico, porém em ambiente virtual. Ou seja, após sua geração, o agente gerador do token poderá, por meio de comandos no sistema específico, transferi-los para a carteira digital (*wallet*) de seu novo titular, que, por sua vez, deverá inserir um comando de aceitação para a aquisição daquele token. A partir desse momento, de forma geral, o agente gerador do token não tem mais qualquer ingerência sobre o token criado, sendo sua circulação possível apenas por comando de seu novo titular.

**43.** Diversamente, ainda é possível que o token transferido a novo titular permaneça em carteira digital (*wallet*) administrada pelo agente gerador do token, caso que se assemelha tanto com a atividade de escrituração como com a atividade de custódia.

**44.** Considerando os aspectos supramencionados, resta claro, pois, que a atividade de geração de tokens congrega tanto características típicas da escrituração, como atividades típicas da custódia. Não bastasse a complexidade da própria geração e circulação do token, este token, reiteramos, pode representar ampla gama de situações jurídicas, que vão da própria criptomoeda a contratos eletrônicos e criptoativos.

**45.** Adicionalmente, notamos que a atividade de custódia se torna especialmente importante quando o token gerado em mundo digital é respaldado por uma multiplicidade de contratos que existem em formato físico. A esse respeito, vale salientar que essa confusão entre ambientes (e documentos) físicos e digitais é própria de nossa atual realidade, visto estarmos transitando de um contexto físico, em que a circulabilidade do título de crédito era a grande inovação da época, para um contexto digital e globalizado em que devemos lidar com as dificuldades decorrentes do ecossistema informacional.

**46.** Assim, entendemos também como função precípua da figura desse escriturador e/ou custodiante de valores ativos instrumentalizados por meio de tokens a custódia de contratos físicos que respaldem ou se conectem aos tokens gerados, a fim de assegurar sua correta e adequada contabilização e validação, bem como sua imobilização. Nesse aspecto, parece-nos que a atividade de custódia aqui descrita se aproxima de algumas

atividades delegadas às centrais depositárias, ressalvando-se, contudo, que a custódia de documentos físicos é delegada pela central depositária a participantes especiais autorizados a operar como custodiantes, por meio de seus regulamentos e normas.

**47.** Em vista do exposto, entendemos que seria mais adequado, para o caso em que os valores mobiliários forem registrados no formato de tokens, que o agente responsável por sua guarda e manutenção fosse um tipo especial de custodiante, como um custodiante digital, que pudesse atuar tanto em nome do agente emissor, como do titular do ativo, ao invés de um escriturador ou um custodiante no formato existente hoje. A nosso ver, inclusive, a existência de um custodiante digital devidamente autorizado por essa D. CVM conferiria legitimidade a custódia de criptomoedas e criptoativos, viabilizando a aquisição desses ativos por entes hoje impedidos de adquirir criptomoedas (como o caso dos fundos de investimento), saneando eventuais falhas desse mercado.

### **C. INTERMEDIÇÃO SECUNDÁRIA**

**48.** A iniciativa de permitir a intermediação secundária de valores mobiliários emitidos sob a égide da ICVM 588/2017, ainda que com as restrições propostas, é bastante importante, na medida em que os mercados primários e secundários se complementam.

**49.** Uma vez que o mercado secundário representa a possibilidade de liquidez em investimentos tipicamente de longo prazo, é inegável que o seu desenvolvimento acaba tornando o próprio mercado primário mais atrativo ao investidor em potencial.

**50.** Nesse sentido, a praxe do mercado de *Crowdfunding* nestes quase 3 (três) anos de vigência da ICVM 588/2017 vem revelando que a ausência de liquidez para os ativos emitidos neste ambiente reduz a atratividade e os incentivos para a participação de potenciais investidores nas ofertas.

**51.** Ressalvamos, contudo, muito respeitosamente, a interpretação apresentada no item 5 do Edital de Audiência, de que permitir a intermediação secundária de valores mobiliários emitidos sob a égide da ICVM 588/2017 teria um potencial de desenvolvimento “muito limitado”.

**52.** Não identificamos o motivo da conclusão pela limitação desse potencial de desenvolvimento. Se é verdade que inexistente dado empírico a apontar a existência de amplo mercado, é igualmente verdade inexistirem dados que corroboram a impressão contrária de que o mercado aqui seria reduzido.



**53.** O cenário que se apresenta, pois, é de incerteza acerca das potencialidades do mercado, de sorte que este argumento não nos parece adequado para balizar a normatização da matéria.

**54.** Tudo que se pode asseverar é que a possibilidade de se ter um mercado secundário para os valores mobiliários emitidos sob regência da ICVM 588/2017 certamente tornará mais atrativos os valores mobiliários e as ofertas, podendo criar um círculo virtuoso.

**55.** Sugerimos, pelos fundamentos adiante expostos, a alteração do artigo 28 da ICVM 588/2017, conforme alterado pela Minuta, da seguinte forma:

**Proposta de alterações ao texto da Minuta:**

| Minuta   | Proposta   |
|--|--|
| <p>Art. 28. ....</p> <p>X - realizar atividades de intermediação secundária de valores, ressalvados os §§ 4º e 5º.</p> <p>.....</p> <p>§ 4º A vedação prevista no inciso X do caput não se aplica à intermediação, pelas plataformas eletrônicas de investimento participativo, de transações de compra e venda entre titulares de valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte cujas ofertas públicas de distribuição tenham sido realizadas no ambiente da plataforma.</p> <p>§ 5º Para executar a atividade mencionada no § 4º, a plataforma deve:</p> <p>I - restringir as transações aos valores mobiliários objeto de escrituração, nos termos da regulamentação específica;</p> <p>II - assegurar-se que o vendedor é titular</p> | <p>Art.28. ....</p> <p>X - realizar atividades de intermediação secundária de valores, ressalvados os §§ 4º e 5º.</p> <p>.....</p> <p>§ 4º A vedação prevista no inciso X do caput não se aplica à intermediação, pelas plataformas eletrônicas de investimento participativo, de transações de compra e venda entre titulares de valores mobiliários emitidos por sociedade empresária de pequeno porte <b>ao longo da vigência desta instrução</b>, cujas ofertas públicas de distribuição tenham sido realizadas no ambiente da plataforma, <b>ressalvado o disposto no §6º</b>.</p> <p>§5º Para executar a atividade mencionada no § 4º, a plataforma deve:</p> <p>I - restringir as transações aos valores mobiliários objeto de escrituração, nos termos da regulamentação específica;</p> <p>II - assegurar-se que o vendedor é titular dos</p> |

|  |   |
|--|---|
| <p>dos valores mobiliários;</p> <p>III - assegurar-se que o comprador também 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>.....”</p> | <p>valores mobiliários;</p> <p>III - assegurar-se que o comprador <a href="#">seja cadastrado como investidor na plataforma e disponha de acesso a todas as informações essenciais da oferta primária, bem como ao canal de comunicação com a empresa e todas as informações divulgadas por esta aos seus investidores posteriormente à captação inicial na plataforma;</a><br/><del>também adquiriu valor mobiliário da mesma sociedade empresária de pequeno porte em oferta pública na plataforma</del></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-; e</p> <p><a href="#">VI - disponibilizar os documentos financeiros e jurídicos que tenham sido apresentados aos investidores na oferta original, bem como as informações divulgadas pelos emissores aos investidores originais posteriormente à divulgação da oferta original.</a></p> <p><a href="#">§6º Na impossibilidade de negociação de valores mobiliários emitidos anteriormente à entrada em vigor desta norma na plataforma eletrônica responsável pela captação a que correspondem, assegura-se ao emissor o direito de registrar os valores mobiliários para negociação em plataforma distinta, desde que atendidos os requisitos previstos no §5.”</a></p> |
|--|---|

### **Fundamentos:**

**56.** Entendemos que restringir a negociação secundária aos investidores titulares de valores mobiliários emitidos pela mesma sociedade empresária de pequeno porte, cuja oferta primária tenha sido realizada no ambiente da plataforma, vai contra o espírito das alterações ora propostas, cujo objetivo precípua é o de fomentar, de forma segura, o desenvolvimento do mercado de *Crowdfunding*. Compartilhamos da preocupação desta i. CVM no sentido de que se deve assegurar a equidade de informação, o que acreditamos pode ser endereçado por meio das nossas sugestões ao §5 do artigo 28, acima.

**57.** Não é demais lembrar que o caráter de longo prazo tipicamente associado a investimentos em *Crowdfunding* pode representar um desincentivo a potenciais investidores, razão pela qual o mercado em geral muito se beneficiaria da possibilidade de intermediação secundária destes ativos.

**58.** Ademais, entendemos adequado, por uma questão de isonomia entre todos os emissores, pretéritos e futuros, que a previsão de intermediação secundária contemple também aqueles valores mobiliários emitidos anteriormente à entrada em vigor da nova redação do dispositivo, desde que tais valores mobiliários sejam também escriturados.

**59.** Em outras palavras, não parece haver razão para que haja qualquer distinção, neste ponto em particular, entre emissores de valores mobiliários já emitidos e aqueles que serão emitidos após conversão, se ocorrer, em Instrução do texto que ora se discute, de modo que tanto este quanto aquele devem gozar de tratamento jurídico equânime.

**60.** Ainda, sugerimos evidenciar a possibilidade de que outra plataforma atue na intermediação secundária na hipótese de a plataforma em que ocorreu a captação primária não poder oferecer este serviço, e desde que divulgue adequadamente todas as informações relevantes a respeito do que está sendo objeto de oferta para assegurar que todos os investidores tenham acesso a todas as informações necessárias.

### **D. EXPANSÃO DOS LIMITES**

**61.** Andou bem a d. CVM, absolutamente conectada ao espírito de fomento do mercado de *Crowdfunding*, ao sugerir a elevação do limite alvo para as captações que ocorram sob a regência da ICVM 588/2017.

**62.** Sem embargo, entendemos que é possível ir além, sob pena de em breve se ter que novamente enfrentar este tema, elevando-se uma vez mais os limites previstos.

**63.** Tomamos, por este motivo, a liberdade de sugerir, a seguir, a alteração do artigo 3º, Inciso I, da ICVM 588/2017, conforme alterado pela Minuta, bem como a revogação do Inciso IV do mesmo artigo 3º e o ajuste do parágrafo 1º do artigo 19, da seguinte forma, e pelos fundamentos abaixo explicitados:

***Proposta de alterações ao texto da Minuta:***

| Minuta   | Proposta  |
|--|---|
| <p>“Art. 3º .....</p> <p>I - existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias, que devem ser definidos antes do início da oferta;</p> <p>.....</p> <p>IV - o emissor deve ser sociedade empresária de pequeno porte nos termos desta Instrução;</p> <p>§ 3º Para os efeitos do inciso I do caput, na hipótese em que já tenha sido previamente utilizada no ano-calendário a dispensa de registro de oferta pública nos termos desta Instrução, por meio da mesma ou de outra plataforma registrada, o somatório do valor total de captação da oferta atual com os montantes captados anteriormente pela sociedade empresária de pequeno porte não pode exceder o valor de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).</p> <p>.....</p> <p>Art. 19. ....</p> | <p>“Art. 3º .....</p> <p>I - existência de valor alvo máximo de captação não superior a <b>R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais)</b> <del>R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)</del>, e de prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias, que devem ser definidos antes do início da oferta;</p> <p>.....</p> <p>IV - <b>REVOGADO</b><sup>15</sup>;<br/><del>o emissor deve ser sociedade empresária de pequeno porte nos termos desta Instrução;</del></p> <p>§ 3º Para os efeitos do inciso I do caput, na hipótese em que já tenha sido previamente utilizada no ano-calendário a dispensa de registro de oferta pública nos termos desta Instrução, por meio da mesma ou de outra plataforma registrada, o somatório do valor total de captação da oferta atual com os montantes captados anteriormente pela sociedade empresária de pequeno porte não pode exceder o valor de <b>R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais)</b> <del>R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)</del>.</p> <p>.....</p> <p>Art. 19.. ....</p> |

<sup>15</sup> Caso seja acatada essa sugestão, o artigo 11 da nova ICVM deverá ser alterado para incluir este dispositivo em seu rol de revogações expressas.

|   |   |
|---|---|
| <p>§ 1º A plataforma que ultrapassar, no exercício social, um volume de ofertas públicas que tenham logrado êxito superior a R\$ 15 milhões (quinze milhões de reais), deve ter, permanentemente, um profissional responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução.</p> <p>.....”</p> | <p>§ 1º A plataforma que ultrapassar, no exercício social, um volume de ofertas públicas que tenham logrado êxito superior a R\$15.000.000,00 (quinze milhões de reais), ou aquela que tiver logrado êxito em captar em uma única oferta valor superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), deve ter, permanentemente, um profissional responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução.</p> <p>.....”</p> |
|---|---|

**Fundamentos:**

**64.** O que se nota é que o sugerido limite de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), embora já represente avanço, ainda é tímido à luz da majoritária percepção do mercado.

**65.** Sugerimos, pois, a elevação do limite de captação para R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais), que ainda é um valor bem abaixo do ticket médio de captações realizadas no Bovespa Mais, segmento de acesso da Bolsa brasileira. A norma poderia, ainda, dividir as ofertas em diferentes níveis (“Tiers”). O primeiro deles, por exemplo, até R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), não exigiria das plataformas formalidades adicionais.

**66.** O segundo, aplicável, por exemplo, a plataformas que realizem captações com alvo superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais), ou qualquer outro patamar que esta d. CVM entender mais adequado, poderia exigir padrões mais elevados de governança da própria plataforma, como por exemplo, requisitos extras de capital, ou ainda, de contratação de uma espécie de “*compliance officer*”, isto é, profissional responsável por assegurar o cumprimento da regulação aplicável, nos moldes do que está sugerindo o regulador no parágrafo 1º do inciso XV do artigo 19<sup>16</sup>, conforme Minuta, e conforme alteração ora sugerida a referido dispositivo.

**67.** Outra possibilidade, não necessariamente excludente à alternativa de se exigir *standards* diretamente ligados à estrutura da plataforma ofertante conforme cada nível,

---

<sup>16</sup>“§ 1º A plataforma que ultrapassar, no exercício social, um volume de ofertas públicas que tenham logrado êxito superior a R\$ 15 milhões (quinze milhões de reais), deve ter, permanentemente, um profissional responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução.”

seria exigir padrões de informações diferentes relacionados à oferta, a depender do volume de recursos alvo da captação.

**68.** A título ilustrativo, diferentes níveis regulatórios de captação via emissão de valores mobiliários com dispensa de registro são utilizados também no mercado norte-americano. Por exemplo, desde 2018, startups podem captar recursos via plataformas de *Crowdfunding* junto a investidores qualificados e não qualificados sob o “Regulation A”, que prevê 2 níveis (Tier 1 e Tier 2) de captação, sendo que o valor máximo das captações num período de 12 meses é US\$20.000.000 no Tier 1 e US\$50.000.000 no Tier 2; e existe o “Regulation Crowdfunding” para captações menores, de até US\$1.070.000 num período de 12 meses.<sup>17</sup>

**69.** Destaca-se que no mercado norte-americano esses patamares não são estáticos, e frequentemente se discute a sua revisão<sup>18</sup>.

**70.** A noção de “*Tiers*” regulatórios também não é nova no Brasil, e é hoje aplicada de forma bastante marcante, por exemplo, pela B3, que impõe, grosso modo, exigências regulatórias distintas a depender do segmento de listagem (Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2)<sup>19</sup> no qual se insere determinado participante ou captação.

**71.** Tal técnica regulatória consiste precisamente em se tratar de forma distinta agentes regulados distintos, a depender do porte de cada um e/ou da abrangência e potencial de impacto das atividades desenvolvidas.

**72.** No Bovespa Mais, por exemplo, as empresas listadas são isentas da taxa de análise para listagem (conforme informações do site da B3, indicado na nota de rodapé 18) e ainda recebem desconto regressivo de anuidade.

**73.** De forma geral, quanto menor for o porte do regulado, menor será a complexidade – e por consequência o custo – atrelados ao cumprimento das normas aplicáveis.

**74.** Conforme se vê, a inclusão aqui da noção de standards regulatórios não seria inovadora, e, à toda evidência, pode ser mecanismo eficiente de regulação e incentivo ao mercado.

---

<sup>17</sup>Vide a este respeito <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings>.

<sup>18</sup> Vide “Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis, 2020”, <https://www.sec.gov/files/regulationa-2020.pdf>.

<sup>19</sup>Vide, a este respeito, [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem). Acesso em JUN.2020.

**75.** O que hoje se nota é um fosso enorme existente entre iniciativas empresariais que têm acesso ao mercado tradicional de captação de valores mobiliários e aquelas que contam com mecanismos incentivados por via regulatória, como é o *Crowdfunding*.

**76.** Daí, pois, extrai-se, mais uma vez, a necessidade de se ampliar os limites de acesso ao *Crowdfunding*, de sorte a minimizar o espectro de iniciativas empresariais que ficam totalmente à margem do sistema de captação via emissão de valores mobiliários.

**77.** Sugerimos, por fim, dado o contexto acima descrito, a exclusão da caracterização de “sociedade empresária de pequeno porte” como requisito para emissão. Isto pois o próprio limite do valor da captação previsto no inciso I do art. 3º, em si, já faz com que, automaticamente, o *Crowdfunding* fique limitado a sociedades empresárias de menor porte.

**78.** Tal exclusão iria tanto na direção de ampliar a possibilidade de acesso ao mercado de *Crowdfunding*, como também contribuiria potencialmente com a melhoria do perfil de risco dos ativos ofertados neste ambiente, à medida em que sociedades de maior porte, mais robustas relativamente, poderiam fazer parte deste ecossistema.

**79.** Neste sentido, sociedades de maior porte, que demandam maiores volumes de recurso, e que também conseguem acessar outros mercados maiores não têm justificativa para se sujeitarem a todos os entraves da captação de *Crowdfunding*.

**80.** Em outras palavras, não há qualquer razão que justifique que, além do valor máximo alvo da captação - a nosso ver, balizador plenamente suficiente para limitação do porte das sociedades que se socorrerão deste mercado de *Crowdfunding* -, haja também um corte por receita bruta máxima.

**81.** Na remota hipótese dessa d. Comissão não reconhecer a pertinência e adequação de se revogar o Inciso IV do art. 3º, conforme proposto, pedimos ao menos que seja considerada a meritória e necessária elevação dos limites de que tratam o Artigo 3º, Inciso I e parágrafo 3º.

#### **E. VEÍCULO DE INVESTIMENTO**

**82.** O ponto a seguir, embora não endereçado na Minuta, parece-nos crítico e merece ser enfrentado e revisto, notadamente por ausência de fundamento capaz de justificar a sua permanência no texto normativo, conforme adiante evidenciado.

**83.** Sugerimos, pelos fundamentos a seguir, e de forma a dinamizar o mercado de *Crowdfunding* e ainda garantir maior especialização e *know-how* aos veículos de

investimento, a revogação do inciso I do artigo 33 da ICVM 588/2017, não alterado pela Minuta:

***Proposta de alterações ao texto da ICVM 588/2017:***

| ICVM 588/2017   | Proposta   |
|---|--|
| <p>“Art. 33. É admitido que se constitua veículo de investimento (“veículo”) para o sindicato de investimento participativo participar em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas com dispensa de registro nos termos desta Instrução, desde que:</p> <p>I - cada veículo fique restrito à participação em apenas uma oferta pública de valores mobiliários distribuída nos termos desta Instrução, sendo vedada a aquisição de valores mobiliários de emissão de mais de uma sociedade empresária de pequeno porte;</p> <p>.....</p> <p>V - sindicato de investimento participativo (“sindicato”): grupo de investidores vinculados a um investidor líder (“investidores apoiadores”) e reunido com a finalidade de realizar investimentos em sociedades empresárias de pequeno porte, sendo facultativa a constituição de um veículo de investimento para participar das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas com dispensa de registro nos termos desta Instrução;</p> <p>VI - investidor líder: pessoa natural ou</p> | <p>“Art. 33. É admitido que se constitua veículo de investimento (“veículo”) para o sindicato de investimento participativo participar em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas com dispensa de registro nos termos desta Instrução, desde que:</p> <p>I - <b>REVOGADO</b><sup>20</sup><br/> <del>cada veículo fique restrito à participação em apenas uma oferta pública de valores mobiliários distribuída nos termos desta Instrução, sendo vedada a aquisição de valores mobiliários de emissão de mais de uma sociedade empresária de pequeno porte;</del></p> <p>.....</p> <p>V - sindicato de investimento participativo (“sindicato”): grupo de investidores, <b>peessoas físicas, jurídicas, clube ou fundos de investimento</b>, vinculados a um investidor líder (“investidores apoiadores”) e reunido com a finalidade de realizar investimentos em sociedades empresárias de pequeno porte, sendo facultativa a constituição de um veículo de investimento para participar das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas com dispensa de registro nos termos desta Instrução; e</p> <p>VI - investidor líder: pessoa natural, <b>ou</b></p> |

<sup>20</sup>Caso seja acatada essa sugestão, o artigo 11 da nova ICVM deverá ser alterado para incluir este dispositivo em seu rol de revogações expressas.



|   |  |
|---|--|
| jurídica com comprovada experiência de investimento nos termos do art. 35, § 2º e autorizada a liderar sindicato de investimento participativo;<br>.....” | jurídica, <b>clube ou fundo de investimento</b> , com comprovada experiência de investimento nos termos do art. 35, § 2º e autorizada a liderar sindicato de investimento participativo;<br>.....” |
|---|--|

**84.** Entendemos a preocupação desta i. CVM com eventual atração da regulamentação incidente sobre fundos de investimento no caso de se vislumbrar a possibilidade de um veículo de investimento participar em mais de uma oferta.

**85.** Ocorre, porém, que a vedação no sentido de que um veículo de investimento somente possa ser utilizado para uma única oferta desincentivou a implementação dessa estrutura, que acaba não sendo eficiente sob o ponto de vista dos custos envolvidos.

**86.** Parece-nos ser possível revogar o requisito constante do inciso I acima transcrito, sem qualquer prejuízo para o ordenamento jurídico.

**87.** Salvo melhor juízo, admitir que um mesmo veículo participe de mais de uma oferta aumentará a eficiência da estrutura estimulando o seu uso, além de incentivar a diversificação de investimentos, o que diminui o risco dos investidores, na medida em que eventual *default* de um emissor específico teria impacto limitado em sua carteira.

**88.** Cabe ressaltar que *startups* - geralmente as iniciativas que procuram *Crowdfunding* - têm alta taxa de mortalidade precoce, e que poucas *startups* costumam entregar a absoluta maioria do retorno histórico aos investidores que tipicamente atuam neste mercado<sup>21</sup>.

**89.** Em outras palavras, estimular a diversificação por meio da permissão a veículos de investimento de atuarem em mais de uma oferta, conforme sugerimos acima, beneficiará o mercado como um todo.

**90.** Adicionalmente, entendemos conveniente que se explicita na ICVM 588/2017 que os sindicatos de investimento participativo possam ser formados também por clubes ou fundos de investimento, bem como que o investidor líder possa ser, ele próprio, clube ou fundo de investimento.

<sup>21</sup>Vide, nesse sentido: <https://angelresourceinstitute.org/>. Acesso em JUN. 2020.

**91.** Tal proposta permite dinamizar o mercado, sem que para isso, vale dizer, haja flexibilização dos requisitos já previstos na redação original da ICVM 588/2017 de divulgação de experiência prévia, protetivos ao investidor.

**92.** Este e todos os demais mecanismos de proteção ao investidor previstos na ICVM 588/2017 permanecem absolutamente hígidos, inobstante a revogação, caso acatada, do transcrito inciso I.

## **F. TRÂNSITO DE RECURSOS**

**93.** O ponto que diz respeito ao trânsito dos recursos tem alta relevância para as plataformas, que hoje convivem com dificuldades operacionais que acarretam aumento de custos e perda de eficiência às suas operações.

**94.** Embora reconheçamos boas razões nas preocupações aventadas pelo regulador, avaliamos que tais preocupações podem ser sensivelmente mitigadas, devendo o trânsito de recursos por contas administradas pela plataforma e por partes relacionadas ser endereçado em benefício da redução dos custos de transação e aumento da eficiência operacional nas ofertas de valores mobiliários realizadas e distribuídas por meio das plataformas de *Crowdfunding*.

**95.** Por este motivo, torna-se imperiosa a avaliação de mecanismos capazes de aprimorar a operacionalização, o gerenciamento, bem como reduzir os custos intermediários atrelados à movimentação dos recursos.

**96.** Vale lembrar que a racionalidade da proibição contida nos atuais parágrafos 1º e 2º do artigo 5º da ICVM 588/2017, notadamente de restringir o trânsito de recursos captados dos investidores durante o período de execução da oferta, mitigar (i) tanto a possibilidade desses recursos serem utilizados para finalidades diversas da originalmente projetada, (ii) quanto evitar, ainda que transitoriamente, que compusessem o ativo da plataforma, o que poderia, por exemplo, sujeitá-los a eventual cenário de insolvência.

**97.** Em outra frente, o regulador buscou impedir que os emissores pudessem acessar os recursos captados anteriormente ao encerramento e à confirmação do êxito da oferta, garantindo, assim, as possibilidades de desistência do investidor, de que trata o artigo 3º, inciso III, da ICVM 588/2017, e de reversão dos recursos aos investidores na hipótese da captação não ser concluída.

**98.** Neste contexto, a ICVM 588/2017 buscou, conforme assinalou a própria Comissão no Relatório de Audiência Pública SDM 06/2016<sup>22</sup>:

---

<sup>22</sup> Relatório de Audiência Pública SDM 06/2016.

*“no sentido de que as plataformas possam estabelecer o modelo comercial que lhes seja mais conveniente, desde que os montantes eventualmente transferidos pelos investidores fiquem segregados das contas da plataforma a todo tempo, e das contas do emissor até o fechamento com sucesso da oferta, sendo permitida, inclusive, a utilização de instituições e arranjos de pagamento”.*

**99.** Entendemos neste ponto que o modelo ideal capaz de combinar, de um lado, eficiência operacional e, de outro, a mitigação das preocupações do regulador seja **a criação de um patrimônio segregado administrado pela plataforma, tal qual fez o Banco Central com relação às contas de pagamento**<sup>23</sup> - e assim “carimbado”, isto é, com finalidade específica, que possa ser movimentado pela plataforma exclusivamente nas hipóteses de: (i) devolução ao investidor no caso de desistência, conforme possibilidade prevista no Art. 3º, inciso III, da ICVM 588/2017; (ii) destinação dos recursos nos termos do Art. 5º, inciso V, da ICVM 588/2017; e (iii) pagamento da remuneração devida à plataforma.

**100.** Vale dizer que tal mecanismo seria capaz de atender às preocupações da d. CVM, na medida em que, a um só tempo, (i) protege o investidor em cenários de insolvência da plataforma, e também (ii) elimina os riscos de que os recursos captados sejam sacados pelo investidor após o prazo regulamentar de desistência do investimento ou disponibilizados para o emissor antes do encerramento da oferta.

**101.** Entendemos, pois, que a d. CVM deve considerar a criação de patrimônio segregado da plataforma para que sejam endereçadas as preocupações do regulador.

**102.** Ressaltamos que o instituto do patrimônio segregado deve se aplicar a contas da plataforma que venham a receber os recursos captados em decorrência da oferta, e não indistintamente a qualquer conta de titularidade da plataforma.

**103.** Com relação à preocupação com a utilização dos recursos captados em finalidades estranhas à própria captação, entendemos que este ponto pode ser satisfatoriamente endereçado mediante eventual ajuste, se esta i. CVM avaliar conveniente, à redação da parte final da ICVM 588/2017, por exemplo do artigo 39, de modo a deixar evidente a responsabilização administrativa dos administradores da plataforma que cometerem ilícitos desta natureza, sem prejuízo da própria responsabilidade penal quando aplicável, em casos de malversação dos recursos da oferta.

---

<sup>23</sup>Vide art. 12 da Lei 12.865, de 09 de outubro de 2013.

**104.** É dizer: há mecanismos de responsabilização (administrativos, cíveis e até mesmo de natureza penal<sup>24</sup>) que dão conta de situações como essas de malversação. Se não as evitam totalmente, ao menos contam com elevado potencial dissuasivo.

Sendo estas as nossas contribuições à Audiência em referência, aproveitamos a oportunidade para renovar nossos votos de estima e consideração por esta i. CVM e colocamo-nos integralmente à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Cordialmente,

**TIGER EQUITY PARTICIPAÇÕES LTDA.**

---

<sup>24</sup>Vide, por exemplo, hipótese geral de responsabilização cível de que trata o artigo 927 c.c artigos 186 e 187 do Código Civil. No plano penal, delitos contra o patrimônio poderiam, em tese, ser aplicáveis, a depender da hipótese concreta de malversação.