

Rio de Janeiro, 06 de dezembro de 2016.

OF. DIR – 090 /2016

Ilmo. Sr.  
Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente  
Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Exmo. Sr.  
Antonio Carlos Berwanger  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM  
Comissão de Valores Mobiliários – CVM

*Ref.: Edital de Audiência Pública SDM Nº 06/2016 – Regulamenta a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizada com dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários e por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo na rede mundial de computadores (“investment-based crowdfunding”).*

Prezados Senhores,

Primeiramente, congratulamos a CVM pela iniciativa, que visa ao aperfeiçoamento da regulamentação do mercado de capitais brasileiro e, em especial, a criação de regras aplicáveis às ofertas públicas de captação de empreendedores de pequeno porte por meio de plataformas eletrônicas (denominadas “crowdfunding”).

A Associação considera oportuna a sugestão de regulamentação das referidas operações, na medida em que entende que a regras ora em discussão promovem o adequado ambiente às inovações tecnológicas e ao empreendedorismo inerentes à modalidade, ao mesmo tempo em que dispõem condições e limites adequados à sua convivência com as demais formas de captação de recursos já devidamente regulamentadas.

A experiência internacional demonstra que regulamentar a matéria é uma forma salutar de acolher as oportunidades representadas pelas operações, ao mesmo tempo em que se evitam riscos e arbitragens não-



intencionais. A esse respeito, considerou-se muito importante que a regulamentação ora proposta, na medida em que tratará de uma modalidade ainda pouco conhecida e pioneira, não enseje dúvidas ou indefinições quanto aos novos requerimentos e responsabilidades criados, de forma a contribuir para uma expansão saudável nas modalidades disponíveis no mercado de capitais e a coibir eventos que reduzam a confiança ou tragam insegurança quanto ao segmento.

Agradecemos, assim, a oportunidade de contribuir para o processo de Audiência Pública com os presentes comentários que reúnem sugestões de aprimoramento, e eventuais alterações, ao texto da minuta de instrução disponibilizada no edital. Para fins de esclarecimento, informamos que os comentários e dúvidas foram organizados conforme a maior relevância associada aos assuntos, conforme disposto abaixo:

#### 01. Introdução.

A captação de recursos para empresas via *crowdfunding* é prática que vem se desenvolvendo em várias jurisdições e uma série de reguladores, especialmente nos EUA e na Europa, já estabeleceram e vem aperfeiçoando regras para o segmento, como forma de proteger os investidores e o próprio mercado de capitais, assegurando ao mesmo tempo o espaço adequado para o desenvolvimento das referidas operações. A IOSCO destaca que a captação via *crowdfunding* no mundo está em seu estágio inicial em várias jurisdições e, em muitos casos, ainda não foi testada, de forma que ainda não há total clareza sobre seus benefícios e seus problemas, o que demandará avaliações periódicas no futuro<sup>1</sup>.

Nesse sentido, a IOSCO sugere que, além da atenção aos riscos usualmente associados aos investimentos tradicionais, como aqueles relacionados a conflitos de interesses, informação inadequada e fraudes, os reguladores atentem para riscos adicionais que podem estar associados a tais operações, mencionando: (i) o elevado risco de perda integral dos valores investidos associados ao negócio de *start-ups* (empresas em estágios iniciais); (ii) riscos possivelmente mais elevados de fraude e lavagem de dinheiro por tratarem-se de ofertas restritas e on-line; (iii) riscos operacionais de falhas nas plataformas ou encerramento dos portais de *crowdfunding*; (iv) maior iliquidez característica desses ativos usualmente desprovidos de mercado secundário; e (v) riscos de inadequação do investimento aos (muitos) investidores com acesso à oferta, inclusive pela significativa assimetria de informação entre investidores e empreendedor e

---

<sup>1</sup> “The survey responses reveal that, despite certain commonalities and divergences in various jurisdictions, and the potential risks and positive rewards, crowdfunding regimes are in their infancy (or have not yet been launched) in most jurisdictions surveyed. Accordingly, this Report does not propose a common international approach to the oversight or supervision of on-going or proposed programs. As this new sphere of activity continues to develop, IOSCO may consider whether it is appropriate to evaluate the effects of the different approaches and may assess whether any further work is needed.” IOSCO Crowdfunding 2015 SURVEY RESPONSES REPORT, pag. V.



diligência/experiências restritas que podem caracterizar o serviço não especializado envolvido nas operações<sup>2</sup>.

Assim, o que se verifica, de forma sintética, é que as jurisdições por um lado flexibilizam regras e exigências de divulgação de informações, registro e deveres dos participantes, mas em troca restringem e limitam o acesso a essas ofertas, especialmente com relação ao montante a ser investido pelos investidores de varejo e ao porte dos empreendedores.

A esse respeito, a proposta de regulação sugerida pela CVM está, de forma geral, em linha com o arcabouço estabelecido em outras jurisdições e com os princípios norteadores da IOSCO a respeito do tema. A ANBIMA entende que a regra é bem vinda, considerando oportuno, entretanto, a revisão/complementação de alguns itens, principalmente no sentido de assegurar a diferenciação entre os segmentos objeto de regulamentação diferenciada e a proteção do investidor de varejo.

## 02. Sindicato de Investimento Participativo e Investidor Líder.

A CVM propõe a possibilidade de constituição de sindicatos de investimento participativo, que seriam veículos de investimento por meio dos quais investidores de varejo poderiam investir conjuntamente com um investidor líder, esse último responsável pela gestão desses recursos e a divulgação de informações aos primeiros.

A CVM indica na apresentação do Edital que as figuras do sindicato e do investidor líder, embora frequentes nos arranjos já praticados nesse segmento, ainda não foram objeto de regulação específica em outras jurisdições, uma das dificuldades apontadas pela Comissão para a formulação dessa parte da minuta. A ideia de formalização das novas figuras busca, portanto, definir a forma de atuação e requerimentos para os papéis a serem desempenhados por esses novos integrantes, com vistas a garantir os benefícios que vem sendo observados nas captações que contam com as estruturas de sindicato e investidor-líder. Entre essas, menciona: (i) a participação ativa do investidor líder na organização da rodada de investimento e no dia a dia da *start-up*, com efeitos positivos sobre a realização do investimento; (ii) a redução da assimetria informacional entre ofertante e investidor (apontada como barreira importante às empresas em estágio inicial); (iii) dispensa da necessidade de o pequeno empreendedor dialogar com inúmeros investidores

---

<sup>2</sup> “In addition to common investment risks, such as conflict of interest, data protection and fraud, IOSCO believes regulators should pay attention to the additional risks related to crowdfunding: • Heightened financial risks: High risk of default or failure is often associated with start-up businesses. • Fraud, money laundering/terrorist financing: The risk of fraud may be higher in the case of online private offering. • Platform failure: There is risk of platform failure or closure for crowdfunding portals. • Illiquidity: In most cases there is no secondary market for crowdfunding securities, which may limit investors’ ability to sell or liquidate these securities. • Suitability/information asymmetry: A crowdfunding offering may not be suitable for all investors, as many lack experience with these types of offerings and may not be able to carry out sufficient due diligence due to a lack of appropriate skills and/or the significant information asymmetry between the entrepreneur and the investor.”



individuais; e (iv) acesso dos investidores a um maior número de negócios, contando com a diligência do investidor líder em suas decisões de investimento.

A respeito dos desafios trazidos para a regulamentação dos sindicatos, a CVM comenta que *“dedicou bastante esforço a essas questões, pois viu mérito no impacto positivo que essas estruturas poderão ter no ecossistema de empreendedorismo no Brasil”*. Dessa forma, a CVM dispôs requisitos para o investidor líder que vão desde a vedação à discricionariedade sobre a gestão da carteira do investidor, à comprovação de experiência e conhecimento na atividade, ao investimento pelo meio exclusivo da SPE e à obrigatoriedade de realização de aporte mínimo de 5% na oferta (*“skin in the game”*), entre outros voltados para conflitos de interesse e remuneração. Da mesma forma, dispôs a forma jurídica dos sindicatos, a necessidade de relação contratual entre a SPE, investidor líder e plataforma, e limites objetivos para a captação por esses entes (R\$ 5 milhões, um único pequeno empreendedor) e para o envolvimento do investidor líder nessas estruturas (3 sindicatos por ano).

A esse respeito, a proposta de criação das mencionadas figuras do sindicato e do investidor-líder merece ressalvas. Ainda que consideradas as preocupações da CVM em estabelecer requisitos e limites para a atuação, esta apresenta características muito semelhantes às aquelas estabelecidas para gestores e fundos de investimento, sujeitos ao registro e robusta regulamentação pela CVM. Em circunstâncias anteriores, instrumentos de investimento coletivo que fazem jus a dispensas específicas foram criados pela CVM com o mesmo intuito de estimular os pequenos empreendedores e o capital *“semente”*, como é o caso do FIP-Capital Semente e do FIA – Mercado de Acesso. O investimento nesses veículos é limitado pelo porte das empresas que podem ter os valores mobiliários alocados nessas carteiras, mas gestores e fundos permanecem sujeitos à regulamentação pela CVM.

No caso da nova estrutura proposta pela CVM, tanto sindicato quanto investidor líder são dispensados de registro, ficando os requisitos e responsabilidades determinados na regulação, se e quando vigentes, dispostos em bases contratuais estabelecidas com a plataforma.

A matéria suscitou dúvidas no grupo que analisou o Edital, concernentes à assimetria de tratamento entre o arcabouço existente para que fundos de investimento e respectivos gestores atuem com a adequada diligência e promovam investimentos baseados em requisitos variados para transparência e mitigação de riscos, e aquele aplicável às novas figuras do sindicato e investidor-líder, esse último totalmente flexível e mesmo assim acessível aos investidores de varejo.

Essa assimetria pode ser prejudicial para o mercado de capitais, uma vez que permite a atuação de participantes não-registrados sem que sua figura esteja apropriadamente diferenciada das funções do administrador de recursos, esse sim objeto de registro e regulação pela CVM. Some-se a isso o fato que os empreendimentos que se pretende incentivar envolvem riscos mais elevados e menor transparência, e apresentam uma maior probabilidade de ocasionar perdas financeiras aos investidores, decorrentes da falta de informação. Foi observado que, a partir da normatização pela CVM, ocorrências relacionadas a riscos ou



fraudes em estruturas de sindicatos e investidor-líder podem ter efeitos negativos sobre a imagem do segmento de gestão e fundos de investimento e à figura do gestor.

A esse respeito, é possível verificar que os limites objetivos estabelecidos para o investimento individual e para o empreendimento objeto da oferta são os principais instrumentos para a distinção dos segmentos e, portanto, para a aplicação de regras diferenciadas. A nosso ver é essencial que os requerimentos dispostos para as plataformas, bem como as informações sobre as operações, sejam capazes de assegurar que os limites objetivos para a atuação dos participantes desse segmento sejam atendidos. No caso específico dos sindicatos e investidores-líderes, os requerimentos estabelecidos para sua atuação devem ser cumpridos e, nesse caso, vão requerer requisitos adicionais que disponham, por exemplo, deveres fiduciários, além de condições para monitoramento e verificação da atuação e penalidades aplicáveis.

Nesse caso específico, portanto, a ANBIMA entende que é precipitado e não traria ganhos imediatos ao mercado de capitais a criação de um veículo de investimento que não tenha regulação qualquer ou semelhante aos demais, ainda que atuando em segmentos diferenciados. Em função disso, a ANBIMA sugere a exclusão da possibilidade de constituição dos sindicatos de investimento participativo, para (i) aguardar a evolução das ofertas de *crowdfunding*; e (ii) verificar a atuação dos sindicatos nas demais jurisdições.

Vale ainda ressaltar que a recente edição da Lei Complementar nº 155, alterando a de nº 123, criou a figura do investidor-anjo e trouxe novos arranjos para permitir a participação de pessoas físicas e jurídicas em investimentos aqui tratados, com um revestimento jurídico mais adequado e protegido de questões corporativas mais complexas. A evolução da figura ora representada pode assegurar a evolução pretendida pela CVM sem a necessidade de se criar nomenclatura específica na regulação de mercado de capitais.

### 03. Plataformas Eletrônicas.

Na proposta da CVM, bem como em outras jurisdições, as plataformas eletrônicas são percebidas como responsáveis por viabilizar as ofertas de *crowdfunding*. A esse respeito, a CVM indicou que as funções desempenhadas pelas plataformas *“são características da atuação dos participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários”* e que essas devem cumprir *“o papel de gatekeeper, assumindo um conjunto de responsabilidades perante os investidores e a CVM”*.

Dessa forma, a plataforma deverá atuar como um intermediário, responsável por verificar se os requisitos mínimos da oferta estão presentes, e como um canal de comunicação entre os investidores e a empresa investida. Entretanto, ao analisarmos os deveres das plataformas mencionados nos arts. 18 e seguintes percebe-se que sua atuação consistiria simplesmente em uma verificação formal do cumprimento dos requerimentos previstos na norma, sem qualquer requisito e/ou responsabilidade sobre ofertas mal conduzidas.

Tendo em vista que não haverá intermediários na oferta de *crowdfunding*, a ANBIMA sugere que as plataformas assumam responsabilidades semelhantes às aquelas designadas aos coordenadores líderes



(previstas na Instrução CVM 400), naquilo que for aplicável ao conceito e à natureza da captação de recursos via *crowdfunding*, inclusive com eventuais responsabilidades civis perante os investidores que tenham realizado investimento com base em informações falsas, incompletas ou insuficientes.

Nesse sentido, é fundamental que as plataformas tenham capacidade de assegurar o cumprimento e enquadramento de todos os limites contidos na norma, isto é (i) os limites de investimento por parte dos investidores pessoa física; (ii) limites de captação anual dos empreendedores; e (iii) limite de sindicatos participativo pelo mesmo investidor líder. Como serão os únicos integrantes desse segmento sujeitos a registro na CVM, é essencial que as plataformas consigam realizar adequadamente esses controles, inclusive obter, cruzar e agregar informações entre as plataformas, de forma que os limites sejam atendidos ao longo do tempo e tomando por base o universo dos investimentos no segmento e seus investidores. Considerou-se importante que, desde já, as condições a serem exigidas das plataformas para efetivo controle e monitoramento das operações no segmento sejam estabelecidas e verificáveis, sendo estas condições fundamentais para o crescimento saudável das operações do segmento, de seus integrantes e do mercado de *crowdfunding*.

A título de exemplificação, a obrigatoriedade do processo de *suitability* se aplica a qualquer instituição integrante do sistema de distribuição na oferta de produtos e serviços de investimento a investidores de varejo. Da mesma forma, o acesso a produtos complexos, de elevado risco ou que demandam conhecimento especializado está sujeito a uma série de restrições pela regulação disposta pela CVM, inclusive no caso de carteiras diversificadas que podem promover maior mitigação desses riscos. Fundos de recebíveis ou empresas emergentes são restritos a investidores qualificados, por exemplo. Na atual proposta do *crowdfunding*, todo e qualquer investidor de varejo poderá adquirir títulos de investimento coletivo sujeitos a riscos elevados, não tendo sido estabelecidas restrições ao varejo ou procedimento de *suitability* para esse tipo de investimento específico. Nesse caso, fica claro que a maior flexibilidade no tratamento das ofertas de *crowdfunding* está, como observado, apoiada na condição de que os limites sejam rigorosamente cumpridos. Dessa forma, a obrigação contida no Art. 4º, parágrafo único de que a plataforma deverá “*solicitar e guardar documentação comprobatória ou a declaração do investidor*” acerca do cumprimento dos limites estabelecidos nos parece branda e deveria ser complementada por requisitos que deixassem claros o papel e as responsabilidades das plataformas.

Além disso, a ANBIMA verificou que não há qualquer regra exigindo que terceira parte faça a custódia dos ativos ofertados via *crowdfunding*. A IOSCO indica que uma série de jurisdições fazem essa exigência como forma de garantir a existência dos ativos e sua devida guarda. A Associação sugere que essa regra seja incluída, ou que algum dispositivo de controle, registro ou mecanismo que assegure a existência dos ativos seja estabelecido (considerando-se prováveis custos adicionais associados à primeira exigência), para fins da garantia da titularidade dos ativos pelos investidores, reforçando o controle e a proteção desses.

A ANBIMA também sugere a inclusão de regras para que as plataformas estabeleçam procedimentos no sentido de assegurar que, em caso de encerramento de atividades, elas continuem prestando os serviços que





se comprometeram perante os investidores e o empreendedor de pequeno porte ou sejam responsáveis por viabilizar alternativas para a continuidade ou finalização dos serviços no melhor interesse do investidor.

#### 04. Possibilidade de Investimento por Investidores Profissionais.

Com relação às exceções introduzidas ao limite de montante total investido por investidor de varejo, o item 4.3 da Audiência Pública esclarece que investidores qualificados estão contemplados na dispensa prevista e adicionalmente, por meio da nota 19, remete à regulamentação que o especifica, ICVM nº539, art. 9-B.

Entretanto, o art. 4º, inciso II, do texto da Minuta de Instrução, que dispõe sobre tais exceções, não trata especificamente da conceituação dos investidores qualificados, suscitando dúvidas quanto à possibilidade de investidores profissionais adquirirem os valores mobiliários e/ou ativos emitidos por meio das ofertas de *crowdfunding*. Desse modo, considera-se também necessário um ajuste redacional de modo a esclarecer este ponto e explicitar a referência normativa para o investidor qualificado.

#### 05. Responsabilidade Subsidiária do Investidor.

Outro aspecto da minuta de Instrução que o Grupo entendeu que mereceria esclarecimentos adicionais refere-se às responsabilidades dos investidores frente a débitos incorridos pelo emissor, especialmente relacionados às questões trabalhistas e tributárias. Nesse sentido, considera-se conveniente e relevante um tratamento adequado deste risco nas ofertas de *investment-based crowdfunding*. Uma sugestão seria a inclusão de dispositivos que apontem de forma explícita o tratamento e responsabilização do investidor nesses casos de modo a minimizar tal risco. Como anteriormente apontado, a criação de mecanismo para apartar investimentos em inovações e definir responsabilidades limitadas para determinados tipo de investidor foi objeto de aprimoramentos trazidos pela recente edição da Lei Complementar nº 155, e pode ser refletida na regulação ora em discussão pela CVM.

Adicionalmente, é exigido do investidor a assinatura do Termo de Ciência de Risco, conforme previsto no art. 5º, inciso I e art. 19, inciso IV da Minuta de Instrução, no qual o investidor declara que obteve acesso às informações essenciais da oferta pública (art. 8º e Anexo 8), “em especial aos alertas e fatores de risco, e que está ciente: a) da possibilidade de perda da totalidade do capital investido em decorrência do insucesso do empreendedor de pequeno porte; (...)”. Entretanto, observou-se necessidade de maior detalhamento deste risco, para um maior esclarecimento ao investidor.

Sugere-se ainda que seja esclarecido na Minuta de Instrução que se o investidor incorrer em prejuízos por atos de gestão do emissor do empreendimento, o investidor terá direito de regresso contra este emissor.

#### 06. Disseminação da Informação -Marketing

A Minuta determina a ampla disseminação das informações da oferta de *investment –based crowdfunding*, a qual deverá ocorrer através de meio eletrônico, de forma equitativa (Art. 5º, II; Art. 8º; e Art. 18).



Adicionalmente é vedada expressamente a procura de investidores fora do ambiente eletrônico da plataforma, bem como utilização de material publicitário para divulgação de ofertas em qualquer meio (art. 28). É também desautorizado ao empreendedor de pequeno porte e ao investidor líder a promoção e a divulgação da oferta fora do ambiente eletrônico da plataforma (art.11).

Por fim, observa-se que as “mensagens enviadas por meio da plataforma, de fóruns eletrônicos de discussão, correio eletrônico, mídias sociais e demais programas e aplicativos assemelhados devem conter clara identificação dos administradores, funcionários e prepostos da plataforma, do investidor líder de sindicato de investimento participativo, ou do empreendedor de pequeno porte como participante ou remetente”, conforme disposto no art. 30 da Minuta de Instrução.

Entendemos que os emissores devem estar autorizados a dar conhecimento a potenciais investidores sobre a oferta e o empreendimento. Mas, tendo em vista as vedações acima dispostas, a minuta não esclarece se é também vedada aos emissores e investidores líderes a divulgação de suas ofertas de interesse por meio de material informativo fora da plataforma ou se ficam restritos ao ambiente eletrônico da plataforma, e somente essa pode dar informações, inclusive a potenciais investidores. Caso a divulgação da captação pelo emissor ou investidor líder seja permitida, mostra-se necessário um maior esclarecimento da forma como se dará essa divulgação e por quais meios poderão ser efetuados, como e-mail ou redes sociais. Ademais, solicitamos confirmação do entendimento de que as plataformas estão autorizadas a realizar o *marketing* institucional direcionado aos empreendedores, para que estes cadastrem seus empreendimentos na plataforma.

#### 07. Possibilidade de Desistência da Oferta

A Minuta de Instrução também determina que para cada oferta seja estipulado, pelo emissor, um valor alvo de captação respeitando o limite total de R\$ 5.000.000,000 (cinco milhões de reais), conforme artigo 3º, inciso I, da Minuta. Caso esse valor estipulado não seja atingido pelas intenções de investimento agregadas em um determinado período, a oferta é encerrada sem que haja transferência dos recursos para o emissor (art. 3º, §2º e art. 5º, Inciso V-b). Por outro lado, na hipótese do montante total das intenções de investimento atingir ou superar o valor alvo, os investidores serão então notificados e terão um prazo de cinco dias úteis para realização de depósito das quantias correspondentes e transferência dos recursos ao empreendedor de pequeno porte (Art.5º, IV e V-a).

Adicionalmente, a manifestação de investimento possui caráter não vinculante, sendo a desistência do investidor isenta de multas ou penalidades (art.3º, inciso III e art. 5º, §2º). Observou-se ainda que é permitido, caso a procura dos valores mobiliários supere o valor alvo de captação, um aumento da oferta em até 25% do seu valor original, desde que respeite os limites globais e tal possibilidade conste nas informações essenciais previstas no art. 8º (art. 3º, §3º).





Desse modo, entendemos, frente ao atingimento ou superação do valor alvo da oferta pelo montante total de intenções de investimento, abre-se a possibilidade da não realização de depósito pelo investidor levando, ao fim do prazo estipulado de cinco dias (art. 5º, IV), a um valor total depositado inferior ao valor alvo de captação, e assim acarretando o encerramento da oferta até então entendida como aberta. Tal fato suscitou dúvidas se esta seria a forma mais adequada de assegurar ao investidor a adequada flexibilidade para desistência do investimento sem evitar a possibilidade de ocorrência do problema acima tratado. Também não está claro se o referido aumento adicional da oferta, de 25%, poderá ocorrer após seu encerramento, pela eventual não realização do depósito pelo investidor, ainda conforme a situação hipotética mencionada.

Sendo o que nos cumpre para o momento, agradecemos mais uma vez a oportunidade de comentar a normatização ora proposta e permanecemos à disposição para esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

José Carlos H. Doherty

Patricia V. C. Herculano

Superintendente Geral da ANBIMA

Superintendente de Representação  
Institucional da ANBIMA

