



Rio de Janeiro, 24 de julho de 2020

A.C. Comissão de Valores Mobiliários  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

**Ref.: Audiência Pública SDM nº 02/2020**

Prezados,

A EqSeed, em atenção ao disposto no Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2020, vem apresentar suas considerações relativas à revisão da Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 (ICVM 588), que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo.

Antes, cabe ressaltar a exemplar iniciativa desta Autarquia, que vê a célere evolução do mercado de investimento participativo e concede aos seus participantes a possibilidade de contribuir com suas experiências e conhecimento para o aprimoramento da regulamentação.

A EqSeed é uma plataforma de *investment-based crowdfunding* brasileira, operacional desde agosto de 2015, atuando inicialmente conforme ICVM 400. Durante esse período, apoiamos a edição de uma regulamentação própria desse mercado. Participamos ativamente no desenvolvimento da ICVM 588, inclusive por meio da audiência pública iniciada em agosto de 2016. Somos uma plataforma autorizada nos termos da ICVM 588 desde janeiro de 2018. Destacamos que na audiência pública de 2016 a EqSeed submeteu à CVM uma manifestação própria além de ter respaldado a manifestação da associação das plataformas (“EQUITY” à época). Para evitar qualquer dúvida, esclarecemos que na consulta atual apenas nos



manifestamos por meio do presente documento, não tendo participado na elaboração da manifestação de qualquer associação.

Em 2019 as ofertas públicas de distribuição por meio da EqSeed representaram 23,1% do mercado de investimento participativo, incluindo ofertas públicas de distribuição voltadas ao setor imobiliário, segmento em que a EqSeed não atua até hoje.

Até a presente data, foram investidos mais de R\$ 33 milhões em 31 ofertas públicas de valores mobiliários intermediadas pela plataforma EqSeed. Já intermediamos ofertas de valores que vão de R\$ 250 mil a R\$ 4 milhões. No total, foram mais de 2.500 investimentos individuais, por mais de 1.500 investidores, em sua grande maioria pessoas físicas. Somos pioneiros no mercado brasileiro, e a nossa equipe já possui décadas de experiência em mercados de capitais internacionais, bem como anos de experiência especificamente na área de *investment-based crowdfunding* no Brasil.

Em 2019, 66% do total dos valores investidos através da plataforma EqSeed eram por investidores qualificados, 31% por investidores com renda bruta anual ou investimentos financeiros em valor superior a R\$ 100 mil, e somente 3% por investidores sujeito ao limite atual de R\$ 10 mil. Ainda, em pesquisa interna recente sobre o perfil dos investidores que já aportaram recursos por meio da plataforma EqSeed, constatamos que 77% já investem na Bolsa. Consideramos que esses dados mostram de forma quantitativa o alto nível de qualificação dos investidores nesse mercado, e da plataforma EqSeed especificamente.

Consideramos que o mercado vem conseguindo exitosamente desempenhar a sua função de aumentar o investimento em empresas emergentes e assim gerar nova atividade econômica e novos empregos, como alternativa e complementar a modelos anteriores de investimento em startups como o de fundos de investimento em *venture capital*. Esses resultados iniciais foram conseguidos mesmo em um ambiente de recessão e com uma situação macroeconômica altamente desafiadora, o que mostra o seu enorme potencial no longo prazo.

A ICVM 588 é uma regulamentação adequada e de classe mundial, que já está impactando diretamente na evolução desse mercado no país. O reconhecimento da plataforma como um novo ator fundamental no sistema de distribuição de valores mobiliários foi uma medida essencial ao desenvolvimento do mercado de investimento em startups, antes marcado pela



escassez e maior concentração de selecionadores de investidas, bem como de poucos atores direcionadores do capital a ser investido.

A regulamentação atual conseguiu atingir um equilíbrio propício entre a proteção aos investidores e as diversas necessidades dos principais participantes desse mercado. Considerando o grau de maturidade e porte dos emissores, acertar esse equilíbrio foi imperativo para permitir que esse modelo de negócios inovador desse certo.

Não obstante a excelência da minuta proposta em consulta pública, entendemos que podemos trazer algumas contribuições ao seu aperfeiçoamento. Ademais, é de suma importância analisar sugestões que considerem os novos tempos que vivemos devido à crise econômica causada pela pandemia atual.

A situação macroeconômica recente mostra-se complexa, em um contexto singular. O desenvolvimento do mercado de investimento participativo até o momento foi calcado em um modelo focado em crescimento com premissas de certo modo restritivas, e a possibilidade de expansão de limites na dose certa e de maior flexibilidade na realização de ofertas públicas de distribuição por meio da ICVM 588 pode trazer enormes benefícios para o desenvolvimento do mercado. Apesar dos desafios, a pandemia também nos fez vislumbrar outras oportunidades e necessidades de captação que podem ser atendidas por alguns aprimoramentos adicionais na regulamentação.

Essa nova realidade nos fez perceber que o financiamento por *equity* não necessariamente precisa ser direcionado visando apenas o crescimento exponencial de empresas, e sim também como alternativa para o seu desenvolvimento e sustentação paulatino, além da manutenção de suas atividades.

Startups ainda se encontram em estágio de grande dificuldade para obter financiamento adequado no Brasil, o que a pandemia só fez agravar. De forma geral, o acesso a capital em troca de participação societária ocorre por duas razões principais: (i) financiamento para crescimento e (ii) por ter acesso limitado a financiamento por meio de instrumentos de dívida (p. ex., por não ter como oferecer em garantia ativos suficientes ou receita recorrente suficiente). É extremamente oportuno considerar uma maior flexibilização em investimentos via *equity* de modo a mitigar tal adversidade nesse momento.



Sempre compartilhamos das metas da CVM de facilitar o acesso a capital para empreendedores, portanto gerando empregos e nova atividade econômica, almejando construir um mercado robusto e duradouro de *investment-based crowdfunding* no Brasil. Ponderamos haver ainda muito espaço para a ampliação desse modelo, e vislumbramos que, com ajustes estratégicos à regulamentação, as plataformas terão ambiente para permanecer suficientemente robustas e viáveis comercialmente, facilitando a continuidade do crescimento do mercado de forma responsável e sustentável.

**Dada a intenção dessa manifestação de dar o devido destaque aos pontos mais críticos da proposta, apresentamos nossas considerações em ordem de relevância, bem como as agrupando em três categorias principais, especificamente em pontos de (i) Altíssima Prioridade, (ii) Alta Prioridade e (iii) Alta Relevância.**

Os pontos de altíssima prioridade são aqueles mais críticos, que podem resultar em grave desincentivo ao desenvolvimento do mercado, ou ser essenciais para a sua expansão saudável. Os pontos de alta prioridade são aqueles também imprescindíveis, porém sem o mesmo impacto das anteriores. Já os pontos de alta relevância são aqueles colocados em consulta pública que também consideramos importantes, porém não parecendo haver a mesma urgência e potencial de causar uma diferença fundamental na expansão saudável do mercado nesse momento.

*Lista dos pontos incluídos nessa manifestação, em ordem de importância e por categoria:*

#### **PONTOS DE ALTISSIMA PRIORIDADE**

1. Expansão dos limites de captação, receita e investimentos individuais
2. Escrituração dos valores mobiliários
3. Obrigatoriedade de auditoria das demonstrações contábeis
4. Limitação relacionada à utilização dos recursos captados para operações societárias e aquisição de títulos e valores mobiliários

#### **PONTOS DE ALTA PRIORIDADE**

5. Lote adicional e ampliação da diferença entre os valores alvo mínimo e máximo de captação
6. Divulgação das ofertas



7. Profissional de controles internos
8. Possibilidade de alteração das informações essenciais da oferta após o seu início
9. Relação contratual

#### **PONTOS DE ALTA RELEVÂNCIA**

10. Intermediação secundária
11. Possibilidade de concomitante oferta secundária
12. Possibilidade de os valores captados transitarem por meio das contas da plataforma
13. PLDFT
14. Arbitragem regulatória por plataformas “Whitelabel”
15. Requisitos das plataformas
16. Descrição dos processos judiciais, administrativos ou arbitrais
17. Relatório Anual



## PONTOS DE ALTÍSSIMA PRIORIDADE

### **1. Expansão dos limites de captação, receita e investimentos individuais**

A minuta acerta em buscar uma ampliação do mercado de investimento participativo com expansão dos limites pertinentes. É um mercado nascente com um arcabouço regulatório que deve ser aprimorado paulatinamente conforme o seu desenvolvimento e o acompanhamento contínuo dos seus resultados concretos.

Desde a publicação da ICVM 588 em 2017, os valores captados nesse mercado cresceram consistentemente, começando com ofertas geralmente entre R\$ 200 mil a R\$ 600 mil inicialmente, e chegando ao teto atual de R\$ 5 milhões gradualmente durante os últimos anos. Com isso, entendemos que a CVM foi capaz de acompanhar o crescimento do mercado, e com isso desenvolver de forma mais qualificada os aprimoramentos sugeridos nesta nova consulta pública. Consideramos um processo bastante sensato que pode e deve ser repetido agora e futuramente, aumentando os limites de captação gradativamente, aprimorando a regulamentação de forma consistente e proporcional a tal expansão e observando os resultados no mercado na prática.

Apoiamos a ampliação do valor máximo de receita bruta anual para R\$ 30 milhões por cada emissor e para R\$ 60 milhões em caso de grupo econômico do emissor, considerando que isso ampliará de forma saudável o leque de empresas aptas a captar por meio de *investment-based crowdfunding*. Enquanto apoiamos o aumento desses valores como limites, consideramos necessário que a norma disponha de um limite de receita bruta anual tanto dos emissores quanto do seu grupo econômico, se for o caso. Caso contrário empresas maiores, que já possuem acesso a capital por meios e regulamentação consistentes com seu porte, poderiam se valer desse mercado, o que somos eminentemente contra, resultando na pior hipótese em arbitragem regulatória e até reduzindo a capacidade desse modelo de servir como um mercado de acesso diferenciado especificamente para startups e empresas de menor porte.

Apoiamos também a ampliação do limite de investimento individual para R\$ 20 mil e a elevação para 10% de R\$ 200 mil do valor a partir do qual o investidor possa ultrapassar o limite de R\$ 20 mil. É uma expansão cautelosa, que está de acordo com os valores que entendemos adequados nesse momento para o desenvolvimento gradual, responsável e sustentável do mercado.



É salutar a decisão de aumentar o valor máximo possível de captação de investimentos. No entanto, percebemos que a ampliação até o limite de R\$ 20 milhões por oferta manteria a mesma prudência da proposta de R\$ 10 milhões trazida no edital, tendo as plataformas exigências regulamentares e robustez suficiente para lidar com captações para sociedades com estruturas organizacionais desse tamanho e complexidade, sendo que empresas desse porte têm os mesmos problemas de acesso a capital que empresas que podem captar até R\$ 5 milhões.

Ainda são poucos os fundos de investimento em *venture capital* atuantes no país, e eles investem em relativamente poucas empresas, dentro de poucos mercados específicos. Essa escassez e dificuldade de acesso a capital só começa a mudar para as empresas aptas a captar valores acima de R\$ 20 milhões, sendo que a estrutura dessas empresas, porte e complexidade, passa a ser fundamentalmente diferente, tendo inclusive maior acesso a capital via fundos de investimento nacionais ou estrangeiros ou via mercado de crédito.

Consideramos que um limite de R\$ 20 milhões seria necessário para de fato fechar a lacuna mais evidente na cadeia de acesso a capital no mercado brasileiro atualmente. Esse valor permitirá que startups efetuem suas rodadas de “*pre-seed*” e “*seed*” até “*Series A Venture Capital*” através das plataformas, efetivamente conectando o mercado de *crowdfunding de investimento* com o mercado de *venture capital* tradicional. No mercado de *venture capital* nacional, é comum que ocorram rodadas de investimento *Series A* de aproximadamente R\$ 20 milhões<sup>1</sup>. Especificamente, esses são os valores observados no mercado de *fintechs*, que costumam captar entre as maiores rodadas do mercado, em relação ao seu porte.

Vale destacar que consideramos o limite da captação como o limite mais definitivo para este tipo de mercado, uma vez que as empresas que buscam captar valores nessa faixa costumam ter receita anual abaixo do valor de investimento que procuram. Em relação ao limite de receita bruta atual, a experiência da EqSeed é que empresas com receita bruta anual na faixa dos R\$ 10

---

<sup>1</sup> Fontes: <https://www.crunchbase.com/organization/geru#section-overview> ; <https://www.bompracredito.com.br/blog/bom-pra-credito-recebe-22-milhoes-em-investimentos/> ; <https://computerworld.com.br/2018/10/03/fintech-bizcapital-recebe-aporte-de-r-20-milhoes/> ; <https://theworldinimages.com/corretora-com-robos-warren-recebe-r-25-mi-e-tera-mais-formas-de-investir/>



milhões já estão procurando captações de investimento muito maiores do que o limite atual de R\$ 5 milhões.

Consideramos que as empresas que buscam captar investimento acima de R\$ 20 milhões por meio de *equity* têm mais em comum com as empresas que captam via ICVM 476 ou 400 do que as empresas que captam atualmente pela ICVM 588. Por outro lado, muitas das empresas que consideram captar R\$ 5 milhões através das plataformas estão de fato procurando investimentos totais de montantes maiores, geralmente entre R\$ 5 milhões e R\$ 20 milhões na nossa experiência.

A maioria das ofertas públicas de distribuição via *equity crowdfunding* oferecem entre 10% e 20% de participação societária. Ainda que exista a possibilidade de oferecer porcentagens fora dessa faixa, o aumento dos limites atuais, na forma sugerida, abrirá o mercado para um leque muito maior de empresas, especificamente as com *valuations* de até R\$ 200 milhões, conforme podemos observar da tabela abaixo:

Oferta (R\$)	Participação Oferecida (%)		Valuation (R\$)	
	Exemplo A	Exemplo B	Exemplo A	Exemplo B
1.000.000,00	10	20	10.000.000,00	5.000.000,00
2.500.000,00	10	20	25.000.000,00	12.500.000,00
5.000.000,00	10	20	50.000.000,00	25.000.000,00
10.000.000,00	10	20	100.000.000,00	50.000.000,00
15.000.000,00	10	20	150.000.000,00	75.000.000,00
20.000.000,00	10	20	200.000.000,00	100.000.000,00
50.000.000,00	10	20	500.000.000,00	250.000.000,00
100.000.000,00	10	20	1.000.000.000,00	500.000.000,00
200.000.000,00	10	20	2.000.000.000,00	1.000.000.000,00

Consideramos que as empresas que buscam captar até R\$ 20 milhões têm características e níveis de complexidade suficientemente parecidos para não necessitar uma diferenciação entre suas regras de captação através das plataformas, ou grandes alterações nas exigências nas plataformas aprovadas para intermediar tais ofertas. Ou seja, consideramos as plataformas

atuais aprovadas sob a ICVM 588, em conjunto com os aprimoramentos trazidos nessa consulta pública, como capazes de lidar com captações até esse limite expandido.

Nos parece mais adequada a alteração das ICVM 400 e 476, ou até o desenvolvimento de regulamentação própria, no sentido de adaptá-las e tornar seu acesso viável para companhias com porte muito superior ao das contempladas pela ICVM 588, mesmo que não tenham possibilidade de abertura de capital em mercado de bolsa.

Além disso, permitir que a Instrução tenha um limite além do necessário nesse momento, seria contemplar um mercado distinto, provavelmente mais focado em produtos de dívida, dada a atual escassez de empresas qualificadas para receber investimento de *equity* desse valor. Segundo dados de relatório do Distrito Ventures<sup>2</sup>, em 2019 foram feitas 125 ofertas de *seed* ou *pre-seed*, 40 de *Series A*, mas apenas 25 de *Series B* e um total de 11 de *Series C* ou além.

Posicionando esse produto para um novo perfil de empresa com menor aptidão, podem ser criados problemas graves de seleção adversa. De fato, no pior cenário poderá ocorrer um fluxo migratório de empresas que já esgotaram mercados mais apropriados, criando um ciclo de empresas se financiando por dívida bancária, em seguida FIDC, posteriormente *factoring* e finalmente por meio da ICVM 588. Entendemos que a intenção da ICVM 588 seja a de facilitar a captação de investimento por empresas iniciantes, que ainda não se aproveitam de acesso a esses outros meios de financiamento.

Portanto, somos favoráveis à alteração do art. 3º da ICVM 588 nos seguintes termos:

*Art. 3º A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedade empresária de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos:*

*I – existência de valor alvo máximo de captação não superior a ~~R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)~~ R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias, que devem ser definidos antes do início da oferta;*

---

<sup>2</sup> Inside Venture Capital Brasil – Dados e Estatísticas sobre o Mercado. Disponível em <https://conteudo.distrito.me/dataminer-inside-venture-capital-brasil>

(...)

§ 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)~~ R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais).

## 2. Escrituração dos valores mobiliários

Em princípio, é salutar a iniciativa de propor a obrigatoriedade de escrituração dos valores mobiliários emitidos em consonância com a ICVM 588, trazendo maior proteção aos investidores e assegurando a movimentação dos títulos por meio de registros escriturais.

No entanto, é essencial considerar o tamanho atual do mercado de investimento participativo em relação a tal exigência e o prazo para sua implementação, bem como a característica primária de baixo liquidez desses ativos, e dessa forma, o baixo volume de transações secundárias que de fato serão realizadas nos próximos anos, independentemente de quaisquer permissões regulatórias e avanços tecnológicos.

Em termos simples, os mercados mais desenvolvidos globalmente ainda não têm mercados secundários ativos dos valores mobiliários emitidos através das plataformas de *investment-based crowdfunding*, mesmo que as emissões primárias totais das suas plataformas já superem o equivalente de vários bilhões de reais ao ano. Dessa forma, entendemos que a prioridade da CVM nesse momento deve ser fomentar a expansão responsável, mas também acelerada, do mercado de emissões primárias, para que possamos ter a possibilidade de construir um mercado secundário mais líquido a muito longo prazo.

Entendemos que o arcabouço regulatório que trata de infraestruturas de mercado e inclui a ICVM 543 é exagerado e desproporcional para garantir e assegurar que os valores mobiliários distribuídos por meio das plataformas de investimento participativo, e seus respectivos lastros, (i) de fato existam, e (ii) encontram-se disponíveis para negociação e realmente pertençam ao

investidor que os tenha adquirido, especialmente no caso de transferências secundárias futuras da titularidade deles.

Entendemos ainda que o ponto (i) acima seja fundamental para emissões primárias independentemente da inexistência ou tamanho minúsculo atual do mercado secundário para tais ativos. O ideal é que seja possível assegurar que os valores mobiliários distribuídos através das plataformas de fato existam, porém sem cumprir a grande maioria dos requisitos previstos atualmente na ICVM 543 para a prestação desses serviços, visto ser regulamentação desenvolvida especificamente para ações e outros ativos líquidos, que de fato são frequentemente negociados em mercado secundário.

De fato, é de se lembrar da mesma discussão quando da criação da própria ICVM 588: se iríamos criar uma exceção ou mezanino na instrução ICVM 400, ou uma regra nova. Acertadamente optou-se pela segunda opção, não fazendo ajustes e retalhos na ICVM 400, ou tentando unir mundos tão incompatíveis. Isso dito, acreditamos fortemente que incluir o mercado de *investment-based crowdfunding* abaixo da ICVM 543 seria um erro grave, que tem o potencial de desacelerar significativamente as ofertas primárias realizadas conforme ICVM 588.

É importante ponderar se outras pessoas jurídicas que não instituições financeiras teriam condições de cumprir os requisitos previstos atualmente na ICVM 543 para a prestação desses serviços. É um arcabouço regulatório extremamente complexo e voltado inteiramente para instituições financeiras, portanto uma realidade completamente diversa da dos participantes do mercado de investimento participativo. Em determinados casos, inclusive, o escriturador só presta tal serviço em relação a ativos de sua própria emissão.

O mercado de investimento participativo tem algumas características que justificam uma outra perspectiva e um desconto regulatório em relação aos escrituradores tradicionais: (i) quantidade menor de investidores por oferta; (ii) volume muito menor de operações e negociações (o que reflete na desnecessidade de depósito centralizado de valores mobiliários); e (iii) incidência restrita a poucos tipos específicos de valores mobiliários.

Nesse sentido, nosso entendimento é o de que a prestação de serviços de escrituração no mercado de investimento participativo é incompatível com grande parte do disposto na ICVM



543 e deve ter regulamentação própria, idealmente dentro da própria ICVM 588. Consideramos como sendo realmente inadequado incluir algumas meras exceções ao regime aplicável a instituições financeiras.

Outro ponto, em pesquisa no mercado de escrituradores (3 bancos e 3 corretoras), a EqSeed não conseguiu em 2 semanas obter respostas e cotações para escrituração de uma futura emissão sua. Bem verdade que este mercado é somente acessível a emissões vultosas ou alguns dos que detêm as autorizações nos informaram que as utilizam somente para emissões próprias.

A ICVM 543 é voltada para emissões de valores mobiliários extremamente volumosas e maior frequência de negociações secundárias. Um exemplo de como tal norma foi elaborada pensando em emissões maiores é o art. 18, em que é necessária a conciliação diária das posições registradas nas contas dos valores mobiliários e dos eventos incidentes sobre estas posições. Ademais, o dever de repassar ao contratante os valores previamente recebidos dos investidores relativos a determinados direitos também seria voltado a instituições financeiras.

Após analisar a ICVM 543 e identificar todas as modificações e exceções que teriam que ser propostas para tentar adaptar a norma ao mercado de investimento participativo, sendo minimamente adaptável ao escopo dessa regulação, percebemos a incompatibilidade dos modelos, podendo haver diversas consequências não previstas, sendo extremamente complexo na prática. Nos pareceu claro que esse não é o melhor caminho.

A CVM almeja com essa atividade de escrituração voltada para *investment-based crowdfunding* uma norma que considere a possibilidade de inovações tecnológicas com parâmetros inteiramente diversos e tendo em vista uma realidade completamente diferente da época da edição das ICVM 541, 542 e 543 (influenciadas integralmente pelos debates pós crise financeira de 2008 e sem preocupação com soluções tecnológicas inovadoras que não existiam no momento, como *Distributed Ledger Technology*).

A ICVM 588 é um excelente exemplo da necessidade de regulamentação específica para determinadas matérias. Como já dito, não teria feito o menor sentido embutir todas as exceções que teriam sido necessárias na ICVM 400 para acomodar o arcabouço regulatório próprio do mercado de investimento participativo. Por isso que foi relevante e necessário o desenvolvimento da ICVM 588. Entendemos que essa mesma lógica deve ser aplicada nesse

caso – ou seja, a ICVM 543 precisaria de tantas exceções para se adequar à realidade atual desse mercado, que essa Instrução ficaria completamente desconfigurada na prática.

Em 2017, a CVM teve a perspicácia de perceber que o mercado de *investment-based crowdfunding* é novo e único, com características, dinâmica e estrutura de custos distinta, exigindo regulamentação própria. De fato, reparou que não era apropriado, nem viável, tentar adaptar seus comandos a uma norma existente e já consolidada, como a ICVM 400, concebida para ofertas e emissoras bem maiores e mais complexos. A CVM percebeu que tentar modificar a ICVM 400 para também atender o mercado de *investment-based crowdfunding* seria não somente um trabalho enorme e complexo, mas que no final das contas, não funcionaria, na prática, inclusive pela incompatibilidade de conceitos.

Tememos que, ao tentar modificar a Instrução CVM 543 para também atender o mercado de *investment-based crowdfunding*, a CVM estaria cometendo o erro evitado em 2017.

Portanto, nosso entendimento é que essa matéria deve ser reconsiderada com mais profundidade, resultando em arcabouço regulatório próprio que não se confunde com a escrituração exercida por instituições financeira em mercados com características incomparáveis. Recomendamos fortemente que a CVM considere incluir regras específicas para a escrituração dos valores mobiliários emitidos por meio de *investment-based crowdfunding* dentro da própria ICVM 588. Uma possibilidade seria a inclusão de um dispositivo não tão restrito referente a escrituração na própria regulamentação:

*Art. 19. As plataformas eletrônicas de investimento participativo devem:*

*XV – assegurar que os valores mobiliários ofertados sejam objeto de escrituração que possibilite:*

*I – o registro em conta de valor mobiliário individualizada;*

*II – a rastreabilidade e a imutabilidade dos valores mobiliários; e*

*III – a auditoria periódica dos serviços prestados.*

*(...)*

§ 5º Não é aplicável a regulamentação sobre a prestação de serviços de escrituração por instituições financeiras em relação ao inciso XV do **caput**.

§ 6º É vedada a prestação de serviços de escrituração pelas plataformas a terceiros para escrituração de valores mobiliários que não sejam emitidos por meio da própria plataforma.

Não sendo considerada adequada a inclusão de tal matéria na regulamentação específica de *investment-based crowdfunding*, entendemos que deveria ser tratada em regulamentação própria e não como parte da ICVM 543.

Mesmo que a CVM escolha o caminho de alterar a ICVM 543 para acomodar esse tipo tão diverso de escrituração, acreditamos que teria que haver uma nova audiência pública, independente desta atual, com modificações específicas e detalhadas propostas pela CVM, para serem consideradas com tempo e foco adequado. Na proposta atual, há apenas uma modificação a ICVM 543, mas ficou claro que isso está longe de ser adequado. Ao incluir as regras da ICVM 543 nas operações do mercado de *investment-based crowdfunding*, a CVM modificou uma regulação que antes não tinha qualquer relação com a ICVM 588, devendo ser estudada com tempo e calma para evitar erros com a capacidade de congelar o mercado de *investment-based crowdfunding*.

Caso a CVM discorde dessas iniciativas, e em última análise acredite que o mercado de investimento participativo deve estar abarcado pela atual regulamentação sobre escrituração, muitas considerações significativas devem ser trazidas de modo a subsidiar alterações normativas substanciais à ICVM 543.

Conforme ICVM 543, além da prestação de todos os serviços relacionados à escrituração de valores mobiliários, como manter contas de valores mobiliários individualizadas em nome dos titulares do valor mobiliário, responder pela veracidade e legitimidade dos registros das movimentações efetuadas e da titularidade dos valores mobiliários, e garantir a segurança, eficiência e confiabilidade operacional dos sistemas de escrituração das contas de valores mobiliários, o escriturador deve também adotar regras, procedimentos e controles internos que assegurem a fiscalização posterior das posições mantidas nas contas de valores mobiliários.

O escriturador deve possuir processos e sistemas informatizados seguros e adequados ao exercício das atividades que exercer, sendo que os processos e sistemas devem ser compatíveis com o tamanho, as características e o volume das operações de responsabilidade do requerente, bem como a natureza e a espécie dos valores mobiliários. Esse dispositivo indica certa flexibilidade em relação à prestação de serviços de escrituração em cada caso, no entanto as exigências da regulamentação ainda são muito específicas e apenas consideram instituições financeiras (e dessa forma apenas Sociedades Anônimas, tipo societário não obrigatório para plataformas de investimento participativo) como prestadores de serviços de escrituração.

Nesse sentido, em relação aos controles internos, o escriturador deve indicar dois diretores estatutários em razão dessa norma: um que seja responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas pela ICVM 543 e um responsável pela supervisão das regras, procedimentos e controles internos. Tais funções não podem ser cumuladas pelo mesmo diretor e não podem ser desempenhadas em conjunto com funções que possam, de alguma forma, ser consideradas com elas conflitantes. Também deve ser mantida estrutura de auditoria interna, sendo que os relatórios por ela produzidos devem ser mantidos atualizados e estar à disposição da CVM.

Entendemos que o ideal seria possibilitar que as plataformas de investimento participativo possam exercer tais atividades de escrituração, compensando os custos reduzidos com tecnologia inovadora. Tais requisitos previstos na ICVM 543 são claramente voltados a instituições que mantêm estruturas organizacionais consideráveis e extremamente complexas. A necessidade de controles internos tão massivos tornará inviável o exercício de atividades de escrituração sob ICVM 543 para o modelo de *investment-based crowdfunding* e congelará o mercado de investimento participativo.

Ademais, as próprias revisões trazidas em consulta pública demonstram de plano a incompatibilidade entre os mundos da ICVM 543 e ICVM 588, uma vez que já há na proposta a previsão de profissional de *compliance* para as plataformas, não sendo razoável ter, além desse profissional enquanto a ICVM 543 exige outros dois diretores de *compliance* estatutários previstos na ICVM 543. É primordial que a CVM considere as diferenças de cada modelo caso de fato pretenda trazer alterações normativas à ICVM 543.

Enquanto não seria nossa preferência nem recomendação fazer dessa forma, se a CVM for avançar com uma revisão mais extensa da ICVM 543 em relação à proposta trazida no edital, sugerimos os seguintes ajustes à redação do art. 4º da ICVM 543:

Art. 4º *Instituições financeiras podem requerer autorização para a prestação dos serviços de escrituração de todo e qualquer valor mobiliário.*

Parágrafo único. *Em caso de escrituração de valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, disposto em regulamentação específica, não é necessário que a pessoa jurídica prestadora desses serviços seja instituição financeira ou de natureza jurídica de Sociedade Anônima.*

Em relação aos tipos de valores, devido à menor carga regulatória, é preferível que as plataformas apenas escrevem os valores de sua própria emissão, desta forma, necessitando alterar o art. 11 da ICVM 543:

*Art. 11. A prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários deve ser objeto de contrato específico celebrado entre o emissor do valor mobiliário e o escriturador que deve dispor, no mínimo, sobre:*

*Parágrafo único. Quando se tratar de escrituração de valores mobiliários emitidos por plataforma eletrônica de investimento participativo, esta somente estará autorizada a prestar serviços a emissores que fizerem emissões por meio desta plataforma.*

Em relação a controles internos, sugerimos incluir o § 4º ao art. 27 e alterar os arts. 28 e 30 da ICVM 543 nos seguintes termos:

*Art. 27. O escriturador, inclusive quando exercer a atividade de agente emissor de certificados, deve adotar e implementar:*

*I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Instrução;  
e*

*II – procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I.*

(...)

§ 4º O escriturador que não seja instituição financeira, nos termos do parágrafo único do art. 4º, deve ter um profissional responsável pela implementação e cumprimento das regras, procedimentos e controles internos previstos na presente Instrução, podendo desempenhar tais funções em conjunto com outras funções da pessoa jurídica, desde que não impliquem possível conflitos de interesse.

## Seção II - Diretor Responsável

Art. 28. O escriturador que seja instituição financeira deve indicar:

I – um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução; e

II – um diretor estatutário responsável pela supervisão das regras, procedimentos e controles internos.

(...)

Art. 30. O escriturador que seja instituição financeira deve manter estrutura de auditoria interna.

(...)

Outra grande incompatibilidade da ICVM 543 com a realidade do mercado de *investment-based crowdfunding* é a necessidade de obter aprovação para efetivar a escrituração de cada tipo de valor mobiliário emitido. Num mercado marcado por inovações e em constante evolução, o processo e prazo de aprovação de cada novo tipo de valor mobiliário sob ICVM 543 pode impossibilitar a emissão de novos tipos de valores mobiliários em prazo condizente com a realidade do nosso mercado. Dessa forma, sugerimos a inclusão do seguinte parágrafo único ao art. 7º:

Art. 7º O pedido de autorização para prestação de serviços de escrituração pode contemplar a escrituração apenas de um determinado tipo de valor mobiliário.

Parágrafo único. Em caso de escrituração de valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, disposto em regulamentação específica, a aprovação da plataforma para fornecer serviços de escrituração pode ser automaticamente aplicada a escrituração de quaisquer valores mobiliários emitidos futuramente através da plataforma, sem necessitar a aprovação individual para performar tal função.

Outra preocupação é a necessidade de mecanismos para assegurar a completa segregação de atividades (inciso XVI do art. 21, ICVM 543). Em uma plataforma de investimento participativo com um número reduzido de funcionários, a completa segregação de atividades pode implicar também em custos desproporcionais considerando o baixo movimento de contas escriturais.

Tendo em vista a complexidade envolvida, percebemos ser adequado, caso a CVM de fato pretenda incluir as plataformas na ICVM 543, que a norma só entre em vigor em relação à presente matéria para as atuais plataformas em dois anos a partir da publicação da Instrução Alteradora, de modo a dar tempo de adaptação dos participantes do mercado à nova realidade, considerando ainda o período concedido para adaptação quando da entrada em vigor da ICVM 543 (art. 33).

Desse modo, sugerimos a inclusão do seguinte artigo à Instrução Alteradora:

Art. [●]. As plataformas que, até a data de publicação desta Instrução, já tenham completado com êxito ao menos uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro nos termos da Instrução CVM nº 588, de 2017, devem assegurar que os valores mobiliários subsequentemente ofertados pela plataforma sejam objeto de escrituração, conforme regulamentação específica da CVM, em até 2 (dois) anos após a data de publicação desta Instrução.

Essa necessidade de prazo extenso também considera (i) o porte das plataformas em comparação com as Instituições Financeiras, no qual foi concedido um prazo de 18 meses para a adaptação à ICVM 543; (ii) a complexidade adicional em desenvolver uma solução de alta complexidade e também de baixo custo, para servir nossos clientes de menor porte; e (iii) a extrema situação macroeconômica atual, que vem levando à postergação da entrada em vigor de diversas normas, como, por exemplo, a Lei Geral de Proteção de Dados.

Em resumo, apesar de todas as sugestões feitas à ICVM 543, pedimos fortemente que esta D. CVM reconsidere a elaboração de proposta de alteração normativa específica para escrituração, onde seus princípios gerais sejam: (i) publicidade; (ii) rastreabilidade, (iii) imutabilidade e (iv) capacidade de auditoria. Aliás, a própria inclusão de deveres principiológicos dentro da ICVM 588 traria o conforto necessário à CVM ao mesmo tempo que não tolheria a inovação das plataformas, tanto em termos de tecnologia quanto em termos de custos. Ainda, consideramos que o *sandbox* regulatório também não seria adequado nesse caso, por selecionar somente alguns participantes de mercado e portanto não necessariamente todos interessados na prestação de serviços de escrituração.

### **3. Obrigatoriedade de auditoria das demonstrações contábeis**

Uma das inovações mais fundamentais da ICVM 588 foi a qualificação das plataformas como *gatekeepers*, partindo-se do pressuposto de serem responsáveis por prover informações precisas e válidas com o menor custo possível, bem como da premissa intrínseca de que são corresponsáveis pelas informações disponibilizadas, além do mais depreendendo que a inverossimilhança de informação é punida pelo próprio mercado, na medida em que plataformas com descuido de diligência seriam eliminadas pela concorrência eficiente ou punidas pelo *enforcement* regulatório.

Pois bem, nesse cenário, toda a diligência é feita pela própria plataforma, que é obrigada a manter profissionais qualificados, bem como ser atenciosa e cuidadosa na depuração dos dados contábeis dos emissores. Este sistema permite que as plataformas sejam ágeis e dependam o mínimo possível de terceiros que não conseguem igualar sua velocidade, agilidade e estruturas de custos baixos, o que, além do menor tempo de lançamento e execução das ofertas, contribui para o baixo custo necessário para a “engrenagem da emissão”.

Com isso a ICVM 588 tornou-se um marco de vanguarda no mercado de capitais nacional. Um arcabouço regulatório com dinâmica própria, adequada a um segmento muito particular com extrema dificuldade de acesso a capital, mas com potencial de benefícios relevantíssimos para a economia real no médio a longo prazo. Conforme estudo sobre participação de micro e

pequenas empresas na economia nacional realizado em conjunto pela FGV e pelo SEBRAE<sup>3</sup>, pequenas e médias empresas no Brasil representam 30% do PIB. Em 2017, as micro e pequenas empresas representavam 66% dos empregos no comércio, 48% nos serviços e 43% na indústria, além de ser responsáveis pela criação de cerca de 13,5 milhões de vagas de trabalho, além disso 54% dos empregos formais no país são criados a partir de pequenos empreendimentos. Tais sociedades representam um importante efeito amortecedor em momentos de crise, já que são menos propensas a demitir, operando com contingente baixo e baixa margem de demissões e contribuindo significativamente para a arrecadação tributária. Entre 2007 e 2018 a arrecadação do Simples Nacional dobrou.

Consideramos que a obrigação de que as demonstrações contábeis de sociedades de pequeno porte com receita bruta anual superior a R\$ 5 milhões sejam auditadas por auditor independente com registro na CVM não somente destoa do espírito da norma, mas arrisca desfazer muito do excelente trabalho já investido nessa regulamentação, que acertou no equilíbrio entre assegurar proteção adequada ao investidor e concomitantemente não ser tão onerosa ao ponto de desestimular transações.

Sendo objetivo, essa obrigação traz o risco real de tornar a ICVM 588 uma regulamentação que teoricamente permite transações, mas que é pouco utilizada na prática, por passar a ter desincentivos enormes relativos a tempo e valores elevados.

Exigir-se uma auditoria prévia é um incremento de custo enorme à estruturação de ofertas públicas de distribuição cujos emissores sejam empresas em estágio tão inicial. É um desestímulo grave a novas captações por esse modelo, não compensando os eventuais benefícios em um mercado intrinsecamente de alto risco e de longo prazo. O modelo atual sofrerá com os efeitos desastrosos desse ônus.

Por mais que a intenção possa ser conveniente em termos de governança, há casos mundialmente conhecidos de alterações legislativas que almejavam trazer maior segurança às demonstrações financeiras e que acabaram por engessar o mercado excessivamente. Um exemplo notável é o da Lei Sarbanes-Oxley, que nos Estados Unidos trouxe grandes barreiras a

---

<sup>3</sup> Disponível em <https://datasebrae.com.br/wp-content/uploads/2020/04/Relat%C3%B3rio-Participa%C3%A7%C3%A3o-mpe-pib-Na.pdf>.

fraudes, mas com custos de *compliance* extremamente elevados, resultando em grande desestímulo à abertura de capital em mercados organizados norte-americanos<sup>4</sup>.

Além da experiência internacional e da incompatibilidade com o espírito da ICVM 588, pode-se concluir que o legislador entende que apenas sociedades limitadas com estrutura muito maior do que as abarcadas pela ICVM 588 seriam obrigadas a realizar auditoria externa. A Lei nº 11.638 de 2007 dispõe em seu art. 3º que *“aplicam-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, as disposições da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários”* (grifos nossos).

Assim, em relação a sociedades limitadas, busca-se com essa proposta do edital o mesmo tratamento para sociedades de pequeno porte, no tocante à auditoria independente, que é dado a sociedades de grande porte nos termos da legislação (aquelas com ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões). Ainda que se argumente que tais sociedades não teriam acesso à poupança pública, pode-se afirmar que os emissores que se valem da ICVM 588 se beneficiam de um mercado extremamente restrito, claramente caracterizado pela oferta pública de um produto de alto risco, baixa liquidez e longo prazo. Trata-se de imposição claramente desproporcional.

Outra referência do mercado que é relevante considerar são as regras de auditoria a respeito de empresas investidas por meio de Fundos de Investimento em Participações (FIP). O FIP – Capital Semente é regulamentado pela CVM (por meio da ICVM 578), sendo veículo de investimento em empresas de pequeno porte, podendo haver certa sobreposição com o perfil das empresas que captam via ICVM 588.

Para as empresas investidas por meio de FIP – Capital Semente (ou seja, podendo ter receita bruta anual de até R\$ 16 milhões) não é necessária a auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM (art. 8º, inciso VI c/c art. 15, inciso II da ICVM 578), o que só é aplicável a companhias fechadas que receita bruta anual acima disso

---

<sup>4</sup> Lipman, Frederick. *International and US IPO Planning: A Business Strategy Guide*. 2009, John Wiley & Sons. New Jersey. p. 6.

investidas por meio de FIP – Empresas Emergentes (portanto, com receita bruta anual de até R\$ 300 milhões). Nesse contexto, parece desproporcional e até injusto requerer que uma empresa com receita bruta anual de apenas R\$ 5 milhões ter tal encargo para captar recursos via ICVM 588. Não faz sentido que a auditoria externa seja obrigatória inclusive até o limite proposto de receita bruta anual de R\$ 30 milhões.

Sendo mais crítico na prática, é necessário também ponderar que a auditoria é um procedimento longo, podendo atrasar a estruturação de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Em pesquisas de mercado internas, não se vislumbrou um período menor do que dois meses para a conclusão de uma primeira auditoria em uma empresa que nunca foi auditada.

Para uma startup que dependa de inovação, dois meses é uma eternidade. Acrescentar mais 2 a 4 meses ao processo de captação torna a opção de captar via *investment-based crowdfunding*, modalidade procurada em grande parte por sua rapidez e agilidade perante captações tradicionais offline, em algo pouco atrativo. Além do tempo, essa obrigação implica outros custos, tais como a necessidade de a empresa receber o auditor em seu escritório durante a auditoria, e disponibilizar pelo menos um funcionário para trabalhar com o auditor.

Ademais, o modelo de *investment-based crowdfunding* tem como grande vantagem que a grande maioria, se não todos, os custos para os emissores só incidem após o fim da distribuição de valores mobiliários com êxito, momento no qual a empresa já recebeu o aporte de recursos e tem condições financeiras mais robustas. Exigir que o emissor de pequeno porte, especificamente em momento que ela já necessita de financiamento adicional, possa arcar com uma despesa prévia volumosa, sendo auditado antes da realização da oferta, sem nenhuma garantia de que será bem sucedida e que assim a empresa de fato receberá os recursos almejados, será um grave desincentivo para o desenvolvimento do mercado.

Não só estes custos causam um descasamento descomunal de caixa, como também uma desproporção entre os custos atuais da captação. Com efeito, se os custos totais de uma captação hoje giram em torno de 10% do valor captado, uma oferta com valor máximo de captação de R\$ 1 milhão tem R\$ 100 mil em custos de estruturação e execução, que instantaneamente serão incrementados em por volta de 50% do seu valor, eis que, em pesquisas

de mercado, o valor de uma auditoria de empresa de pequeno porte gira em torno de R\$ 50 mil, o que irá aumentar para sociedades com estruturas maiores e respectivas ofertas maiores.

Essa exigência resultará em efeito contrário à intenção da CVM de expandir esse mercado paulatinamente. Será um grande e excessivo desestímulo a um mercado que, bem como tantos outros, também vem tendo grandes dificuldades atualmente em razão da crise econômica gerada pela atual pandemia.

Desde antes da entrada em vigor da ICVM 588 já tínhamos manifestado nosso entendimento de que tal obrigatoriedade é extremamente nociva ao desenvolvimento do mercado de investimento participativo. Uma auditoria externa completa torna esse modelo pouco atraente para empresas de pequeno porte, especialmente quando tais obrigações somente aplicariam a empresas desse porte se forem escolher esse modelo de captação<sup>5</sup>.

Entendemos que, para valores de captações de até R\$ 20 milhões conforme apoiamos nesse documento, seria suficiente e adequado apenas haver, entre as informações essenciais previstas conforme Anexo 8, a indicação se houve ou não auditoria das demonstrações financeiras por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários, cabendo ao próprio investidor ter discernimento e analisar as informações essenciais de forma integrada para decidir se entende como adequado ou não o investimento.

Portanto, em relação à proposta de alteração do item (e) à Seção 1 do Anexo 8 sobre informações essenciais, propomos a seguinte redação:

*e) demonstrações contábeis elaboradas de acordo com a legislação vigente, devendo indicar se as demonstrações foram auditadas ou não por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários;*

Ademais, poderia se pensar na prestação de informações mais detalhadas pelo emissor e em requisitos mais estritos para a plataforma como *gatekeeper*, sem a imposição de custos e prazos adicionais e tão desproporcionais. Uma possibilidade é o aumento do capital social mínimo das plataformas, o que pode auxiliar no maior aporte de recursos para controles internos, matéria

---

<sup>5</sup> Manifestação – EqSeed em relação à Audiência Pública SDM nº 06/2016, p. 6. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2016/sdm0616.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html)

tratada no item 15 dessa manifestação. Além disso, poderia ser obrigatória a divulgação de demonstrações contábeis com a assinatura do contador responsável e as certidões pertinentes de regularidade e negativas de débito.

Outra possibilidade seria divulgar, entre as informações essenciais do Anexo 8, comprovante do saldo atual da empresa no momento da oferta pública, o que representaria uma forma de auditoria simplificada, mais adequada e proporcional a esse mercado, sem os custos e prazos excessivos de uma auditoria independente.

#### **4. Limitação relacionada à utilização dos recursos captados para operações societárias e aquisição de títulos e valores mobiliários**

É fato que na medida em que as empresas vão se utilizando da ICVM 588, bem como esta prova paulatinamente a sua eficiência e credibilidade, empresas em estágio mais avançado estão procurando, e, como consequência deste período evolutivo, a regulamentação precisava se adequar a empresas que buscam crescimento via consolidação.

Entretanto, é preciso corrigir uma fragilidade que surgiu com a supressão de vedações do destino das captações – previstos originalmente nas alíneas ‘a’ e ‘b’ do inciso V do art. 3º da ICVM 588 –, o uso dos recursos para a capitalização de veículos de investimento ou de entidades de concessão de crédito, mesmo quando constituídos como sociedades empresárias de pequeno porte.

É preciso lembrar que o que permitiu que a ICVM 588 fomentasse tanto o crescimento de startups foi a capacidade de fornecer acesso direto a investimentos em startups e empresas em crescimento, seguindo o fenômeno global da desintermediação financeira.

Qualquer dispositivo normativo que difira dessa lógica deve considerar possíveis efeitos colaterais, já que a estrutura alternativa de veículos de investimento ou de entidades de concessão de crédito já existia largamente antes da ICVM 588 e mostrava-se limitada e inacessível à grande maioria do público investidor.

Devemos tomar o máximo de cautela para que a ICVM 588 não seja utilizada de *safe harbour* para atores que busquem nela um arcabouço regulatório mais brando para atividades que já são

reguladas por outros instrumentos normativos, ou para exercer tais atividades sem a aprovação necessária para exercê-las conforme outras normas vigentes da CVM.

A possibilidade de verter recursos para o desenvolvimento de sociedades empresárias de pequeno porte (portanto não aplicável a fundos ou clubes de investimento, pela natureza de condomínio), focadas unicamente em realizar investimentos ou fornecer crédito, pode resultar na consolidação de administradores de carteiras de valores mobiliários ou outras funções sem registro na CVM, exercendo atividade similar à de gestor de recursos conforme ICVM 558, entre outras, porém sem a necessária autorização.

Não obstante, traçando um paralelo com as vedações às plataformas previstas no art. 28 da ICVM 588, há a proibição das plataformas de realizar gestão discricionária dos recursos de investidores. Em última instância, essa brecha do art. 3º vai permitir a gestão discricionária dos recursos dos investidores por meio de entidades ou pessoas não reguladas, e que assim não são supervisionadas em relação a tal atividade.

É essencial ao modelo de *investment-based crowdfunding* a ordem do procedimento, em que inicialmente a plataforma seleciona determinadas empresas consideradas aptas a captar recursos e somente em seguida será realizada oferta pública, seu sucesso dependendo do consequente filtro dos investidores. Subverter esse procedimento é extremamente nocivo para o mercado, sendo que em última instância a decisão de investimento ou de fornecimento de crédito a diversas startups irá caber a um falso gestor de recursos ou alguém não adequadamente supervisionado.

Essa arbitragem regulatória deve ser impedida, tendo em vista ainda a possibilidade de os recursos captados serem utilizados de forma enganosa ou pouco criteriosa. Deve haver cautela ao disponibilizar essas alternativas de investimento, principalmente no atual estágio de desenvolvimento do mercado.

Outra alteração que não seria condizente com o espírito da norma seria permitir que veículos de investimento como FIP captem recursos por meio da ICVM 588 para, por sua vez, fazer gestão de recursos e investir em várias empresas. Pela nossa perspectiva a permissão dessa atividade também seria um grande erro, indo contra o espírito inovador de desintermediação financeira que está no cerne da ICVM 588. Fundos de investimentos já possuem regulamentação própria

e adequada. A inclusão de um novo ator vai tornar a norma mais complexa e aumentar significativamente os custos de transação.

Qualquer outro fomento à concentração de veículos investidores trará novamente ao mercado de investimento em startups a sombra do passado, onde o mercado era operado quase exclusivamente por fundos de investimento, e portanto não possibilitava o dinamismo e a escalabilidade que encontramos atualmente. Desse modo, sugerimos a seguinte redação ao atual inciso V do art. 3º:

*V – os recursos captados pela sociedade empresária de pequeno porte não podem ser utilizados para:*

*a)  ~~fusão, incorporação, incorporação de ações e~~  aquisição de participação minoritária em outras sociedades, assim entendido como 50% ou menos de suas cotas ou ações com direito a voto, conforme o caso;*

*b) aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores mobiliários de emissão de outras sociedades, ressalvada a hipótese de aquisição do controle direto de outras sociedades;*  
*ou*

*c) concessão de crédito a outras sociedades.*

Na mesma linha, entendemos que a redação prevista para o item (f) da Seção 2 do Anexo 8 poderia ser alterada nos seguintes termos:

*f) a destinação e a forma de uso dos recursos captados, indicando as atividades que serão realizadas nos cenários de captação mínima e máxima, destacando, se for o caso, a pretensão de aquisição do controle direto de outras sociedades;*

*(...)*



## PONTOS DE ALTA PRIORIDADE

### **5. Lote adicional e ampliação da diferença entre os valores alvo mínimo e máximo de captação**

Com base no pedido de alteração temporária da proporção entre o valor alvo mínimo e o valor alvo máximo de captação em caso de distribuição parcial em oferta pública nos termos da Instrução CVM nº 588/2017, encaminhado pela EqSeed a esta D. Autarquia em 16 de julho de 2020, entendemos que seria adequado tecer considerações em linha com o referido pedido almejando adaptá-lo para ser posteriormente incorporado à ICVM 588 por meio da presente revisão normativa.

O nosso pedido de alteração temporária considerou que o desenvolvimento do modelo de *investment-based crowdfunding* nacional até o momento foi calcado eminentemente na expectativa de expansão das operações de emissores a partir do financiamento de projetos por meio de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Ou seja, captações de investimento focadas principalmente ou exclusivamente na implementação de planos de crescimento acelerado. No ambiente atual de grave crise econômica mostra-se primordial adaptar a regulamentação a um novo contexto para manter o seu objetivo precípua de fomento à economia real. A conjuntura mostra-se extremamente desafiadora para empreendimentos de pequeno porte, que respondem por parcela significativa da atividade econômica nacional.

Durante o desenvolvimento desse pedido anterior, também consideramos em detalhe, e com novas perspectivas, a relevância e aptidão do limite de 2/3 em caso de distribuição parcial, previsto no inciso III do art. 5º da ICVM 588, de forma mais geral.

Qualquer projeção financeira para balizar o *valuation* de uma startup considera principalmente o potencial crescimento futuro do negócio. As projeções financeiras dependem significativamente de o emissor conseguir captar um valor mínimo no mercado de investimento participativo que pudesse impulsionar esse crescimento. A oferta pública que não atingisse esse valor mínimo não possibilitaria o progresso do empreendimento conforme projetado.

Entendemos que essa lógica ainda deveria se aplicar de forma geral ao mercado no médio e longo prazo, e que por isso uma alteração temporária desse limite pode ser a maneira mais efetiva de apoiar o mercado de forma efetiva e rápida nesse momento atual.

Mas, especificamente com o aumento dos limites de captações previstas nessa consulta pública e sugeridas nessa nossa manifestação, ponderamos se a regra de 2/3 não deveria ser flexibilizada de forma permanente, mas de forma menos significativa do que na proposta do nosso pleito temporário.

Nas nossas pesquisas, não encontramos uma regra parecida à regra de 2/3 mínimo nas regulamentações dos EUA ou do Reino Unido (regulamentação que também pode ser implementada na Europa como um todo, através das regras de *passporting* regulatório estabelecidas na MIFID II<sup>6</sup>). Apesar disso, ainda consideramos a manutenção de um valor mínimo como saudável para o desenvolvimento responsável no médio e longo prazo.

Isso dito, ao nosso ver, seria extremamente salutar ao desenvolvimento contínuo do mercado a flexibilização permanente dos limites mínimos das ofertas, assim que uma captação via *investment-based crowdfunding* pode ser vista por empreendedores como uma opção mais convidativa, que pode complementar adequadamente outras fontes de financiamento disponíveis no mercado.

Havendo a maior flexibilização permanente do valor alvo mínimo de captação, e ao deixar claro nas informações essenciais da oferta o uso dos recursos e como ele pode variar conforme o valor total captado, as empresas serão capazes de realizar captações de investimento de forma mais flexível, sem acrescentar risco desnecessário aos investidores.

Há ainda que se refletir se a impossibilidade de se captar um valor pré-determinado para um plano de negócios resultaria em maior risco para o empreendimento e consequentemente para o investidor. Com maior transparência, entendemos que o investidor terá capacidade de discernir se a oferta é de seu interesse mesmo se o valor alvo mínimo de captação for menor proporcionalmente ao que é exigido atualmente pela regulamentação, podendo estar propenso a tomar o risco dependendo do *valuation* e termos oferecidos por cada empresa. É necessário considerar a alteração de mentalidade e o *full disclosure* em relação às previsões financeiras.

---

<sup>6</sup> Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065>



Uma regra de um mínimo de 50% possibilitaria captações de investimento com os seguintes valores mínimos e máximos, que consideramos que de fato deveriam ser permitidos pela regulamentação, por serem razoáveis e aceitáveis por investidores e consistente com as práticas observadas no mercado tradicional *offline*:

Oferta Máxima (R\$)	Oferta Mínima (R\$)
500.000,00	250.000,00
1.000.000,00	500.000,00
2.000.000,00	1.000.000,00
5.000.000,00	2.500.000,00
10.000.000,00	5.000.000,00
20.000.000,00	10.000.000,00

Entendemos que o próprio investidor tenha capacidade e discernimento para decidir se entende como adequado aportar recursos considerando a possibilidade de uma diferença mais substancial entre o valor alvo mínimo e o máximo de captação. O emissor pode também depreender que dependendo da amplitude entre os valores alvo mínimo e máximo potenciais investidores podem declinar de participar da oferta por entender que não concordam com a previsão de utilização dos recursos em certos cenários.

O princípio sendo que cabe a cada um avaliar os diferentes cenários para tomar decisões refletidas e fundamentadas, da mesma forma que tomam decisões de investimento em relação às ofertas disponíveis na plataforma atualmente. Com transparência sobre tais premissas, entendemos que não há motivo para que não seja possível realizar ofertas nesses termos.

As informações essenciais previstas na Seção 2 do Anexo 8 da ICVM 588 detalhariam a forma de uso dos recursos captados, indicando as atividades que serão realizadas nos cenários de captação mínima e máxima (alínea 'f'), e o faturamento mensal e anual estimado para os 5 anos subsequentes (alínea 'g') em ambos esses cenários também.

O pedido de alteração temporária de 16 de julho considerou a situação extrema causada pela atual pandemia. Nossa sugestão no âmbito desta audiência pública considera uma alternativa

de captação que possa perdurar no âmbito da ICVM 588, e não que seja necessária especificamente enquanto continuar o cenário catastrófico excepcional resultante da atual pandemia. Em razão disso, vislumbramos uma diferença entre os valores alvo mínimo e máximo que não seja tão acentuada quanto a que foi proposta no pleito do último dia 16.

A partir da análise da regulamentação atual e do disposto na proposta em consulta pública, entendemos que algumas alternativas de alteração à ICVM 588 resultariam em essência no mesmo fim. Nesse sentido, propomos inicialmente a seguinte alteração:

*Art. 5º A distribuição de oferta pública dispensada de registro nos termos desta Instrução deve ser realizada por uma única plataforma eletrônica de investimento participativo registrada na CVM, devendo ser observados os seguintes procedimentos:*

*(...)*

*III – é admitida a distribuição parcial, com o estabelecimento de valores alvo mínimo e máximo de captação, sendo que o valor alvo mínimo deve ser igual ou superior a 50% (cinquenta por cento) ~~2/3 (dois terços)~~ do valor alvo máximo;*

Também seria possível adaptar a proposta de lote adicional trazida na consulta, tendo em vista que essa proposta se atingiria o mesmo fim de ampliar a diferenças entre o valor alvo mínimo e o valor alvo máximo de captação. O novo inciso VI do *caput* do art. 5º teria a seguinte redação:

*VI – é admitida a possibilidade de lote adicional, limitado a montante de ~~20%~~ 50% (cinquenta por cento) do valor alvo máximo, desde que tal possibilidade:*

*a) tenha sido aprovada por órgão societário deliberativo da sociedade empresária de pequeno porte;*

*b) esteja prevista no Anexo 8;*

*c) o valor total da oferta respeite o limite anual de captação previsto no art. 3º; e*

*(...)*

## 6. Divulgação das ofertas

Consideramos os novos dispositivos relativos à publicidade das ofertas, permitindo maior abrangência e capilaridade, como inteiramente em acordo com o espírito da norma e as melhores práticas do mercado global. A maior digitalização das ofertas, que já é tendência de importância fundamental em outros países, com menos intermediários e maior capacidade de alcançar um contingente mais amplo do público investidor interessado nesse modelo, só irá corroborar o potencial do mercado de investimento participativo.

Dessa forma, é bastante positiva a proposta de alteração da ICVM 588 no que concerne à expansão das possibilidades de divulgação da oferta. As alterações propostas vão aumentar significativamente o alcance das ofertas, resultando em mais ofertas concluídas com êxito, sem aumentar o risco para o investidor. Também vão trazer maior segurança jurídica, estando mais claro o escopo da regulamentação e o que é permitido ou não pelas plataformas em termos de divulgação das ofertas fora do ambiente da plataforma.

Novas tecnologias vêm tornando o mercado de valores mobiliários cada vez menos dependente de intermediários tradicionais, aproximando cada vez mais os investidores de emissores diretamente, e a expansão da divulgação de ofertas é uma importante ferramenta desse “mercado de capitais 3.0”, uma tendência global inegável.

Esses mercados em outros países são cada vez mais escaláveis e totalmente digitais, sendo isso que permite que empresas de menor porte captem recursos pelo mercado de capitais e com custos proporcionais ao porte. No mercado brasileiro, um dos maiores desafios é simplesmente que os potenciais investidores tenham conhecimento das ofertas. Entendemos que a flexibilização das regras sobre divulgação das ofertas proposta pela CVM seja suficiente para resolver esse problema.

Ainda nessa linha das tendências positivas de digitalização e desintermediação financeira, vemos como um grande erro a ideia de permitir que atores já tradicionais do mercado financeiro possam distribuir esses ativos. Essa permissão, na prática, empurraria a distribuição para canais tradicionais que envolvem cada vez mais terceiros e custos, com o efeito de basicamente neutralizar todos os ganhos de eficiência que esse modelo inovador traz.



É estratégico e demanda grande esforço trazer fluxo para as plataformas, apesar de as pessoas já investirem online. Isso torna desnecessária a inclusão de intermediários tradicionais para esse mercado, sendo que a divulgação mais eficiente pela rede mundial de computadores possibilitará maior alcance e capilaridade a essas ofertas, além de evitar os custos envolvidos no mercado de capitais tradicional.

Ao facilitar a conexão de potenciais investidores e emissores, de forma prudente, direta e online, a CVM posiciona esse mercado na vanguarda desse movimento mundial de desintermediação financeira, transformando os mercados de capitais acessíveis para empresas desse porte, e fornece uma base estável a partir do qual esse mercado possa escalar de forma saudável e robusta.

## **7. Profissional de controles internos**

O mercado de *crowdfunding* de investimento brasileiro ainda se encontra no início de seu desenvolvimento. Nesse contexto, qualquer iniciativa que traga um ônus recorrente deve ter em vista o atingimento de um nível de maturidade que se permita arcar com esse custo de forma permanente, inclusive quando seja uma medida que indubitavelmente beneficiará o mercado no médio e longo prazo.

Apoiamos em princípio à iniciativa de se exigir um profissional voltado para a atividade de controles internos, desde que seja aplicável somente a partir do momento em que a plataforma de fato alcance e mantenha um porte proporcional a tal exigência. Consideramos a exigência conforme proposta como desproporcional e excessivamente onerosa nesse momento e até que as plataformas atinjam um porte e receita significativamente maior do que o atual.

Ainda, destacamos uma desconexão lógica entre a utilização do valor de R\$ 15 milhões em um mesmo exercício social proposto como gatilho para uma exigência recorrente nas plataformas. É bastante possível, num ambiente econômica desafiador e com mais plataformas concorrendo no mercado, que uma plataforma atinja esse valor em um mesmo exercício social, para em seguida não atingir esse mesmo valor em anos subsequentes, assim ficando sujeito a uma exigência recorrente que não reflete corretamente seu verdadeiro porte atual. Dessa forma,

acreditamos que uma exigência permanente desse tipo deve ser conectada ao valor total captado pela plataforma, e não ao valor captado em qualquer exercício social específico.

Ademais a experiência consolidada desde o início do mercado demonstra que os problemas mais graves de *compliance* no mercado de investimento participativo são referentes a plataformas menores e assim menos robustas. Para esses casos, considerando os custos de controles internos, é relevante refletir sobre barreiras de entrada mais efetivas como um capital social mais elevado, que favoreceriam o surgimento somente de plataformas com estruturas mais sólidas.

Assim, conforme nossa sugestão o § 1º do art. 19 passaria a ter a seguinte redação:

*§ 1º A plataforma que ultrapassar, ~~no exercício social,~~ um volume total de ofertas públicas que tenham logrado êxito superior a R\$ 120.000.000,00 (cento e vinte milhões de reais) ~~R\$ 15 milhões (quinze milhões de reais)~~, deve ter, permanentemente, um profissional responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução.*

Caso ainda assim a CVM entenda que é necessário considerar o volume de captação em um único exercício social, propomos a seguinte alteração normativa:

*§ 1º A plataforma que ultrapassar, no último exercício social, um volume de ofertas públicas que tenham logrado êxito superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais) ~~R\$ 15 milhões (quinze milhões de reais)~~, deve ter, durante o próximo exercício social, ~~permanentemente,~~ um profissional responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução.*

## **8. Possibilidade de alteração das informações essenciais da oferta após o seu início**

Em relação à possibilidade de alteração das informações essenciais da oferta, havendo alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando do início da oferta, entendemos que há ainda a possibilidade de *moral hazard* se os critérios para configuração dessa alteração não forem rígidos o suficiente.

Acreditamos que seja uma prática potencialmente prejudicial à imagem das plataformas e deste mercado. É importante destacar que qualificar uma mudança como a favor do investidor é bastante subjetivo, até no caso da questão de diminuir o *valuation* da empresa (p. ex., se a diminuição for substancial, coloca em questão a seriedade do emissor, a robustez do plano de negócios e, inclusive, a seriedade da plataforma).

Essa capacidade de diminuir o valor de mercado do emissor durante a oferta poderá ter efeitos negativos e contra produtivos para cada oferta, efetivamente congelando o andamento e possivelmente tornando o modelo de *investment-based crowdfunding* em um modelo de “leilões” de *valuation*.

Em um IPO tradicional, um dos trabalhos prévios mais complexos é o de se estabelecer o valor de mercado do emissor de valores mobiliários. Se o *valuation* for muito alto, a oferta pode não se concretizar por não haver demanda, e se for muito baixo o emissor pode deixar de obter montante significativo de recursos junto ao mercado primário. Em uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada por meio da ICVM 588 também é crucial essa análise do valor de mercado, sendo imperativa para o sucesso da captação.

A possibilidade de alterar informações da oferta após o seu início pode resultar em incentivo perverso, levando a comportamento aventureiro e menos comprometido com a análise mais detalhada, criteriosa e refletida sobre o valor de mercado do emissor. Essa dinâmica de alterações constantes pode destruir a credibilidade do mercado.

Entendemos que deveria ser o caso apenas de alterar erros de digitação em informações que não alterem substancialmente o conteúdo da oferta, havendo em contrapartida o reinício da contagem do prazo de desistência do investidor, de forma a propiciar o reexame das informações essenciais por investidores que já tenham tomado a decisão com base nos dados retificados. Essas alterações podem ser comunicadas através do correio eletrônico ou pelo fórum da plataforma aos investidores já tenham assinado seus contratos de investimento.

Ainda que se venha a permitir correção de informações, é importante ao menos a manutenção do valor de mercado do emissor. Em casos realmente muito específicos talvez seja necessária a alteração de determinadas informações essenciais, como da correção de alguma informação



que altere substancialmente a oferta, como uma contingência do emissor adquirida durante o prazo da oferta, e assim não incluída entre as informações essenciais no momento do seu início.

Portanto, entendemos que pode ser extremamente prejudicial para o mercado a possibilidade de alteração mais abrangente das informações essenciais da oferta após o seu início e, dessa forma, tais alterações não devem ser permitidas pela regulamentação.

#### **9. Relação contratual**

Apoiamos os excepcionais avanços sugeridos na proposta em consulta pública, com a inclusão dos incisos III a V ao art. 20, que detalha que os investidores e a plataforma sejam comunicados tempestivamente sobre qualquer evento ou fato que envolva alguma deliberação por parte dos titulares dos valores mobiliários, devendo ser disponibilizado à plataforma e aos investidores conteúdo informacional e prazo suficiente para permitir a tomada de decisão refletida e fundamentada pelos investidores.



## **PONTOS DE ALTA RELEVÂNCIA**

### **10. Intermediação secundária**

Apoiamos a autorização para a realização de atividade de intermediação secundária pelas plataformas em caso de transações de compra e venda entre investidores que já sejam titulares de valores mobiliários da mesma emissora.

O fato que esses investidores possuem as mesmas informações sobre a emissora e sua performance, através dos relatórios de performance minimamente semestrais exigidos pela ICVM 588, resolve o risco de ter um desalinhamento de informações entre o comprador e vendedor desses ativos.

Independentemente da inclusão dessa autorização na regulamentação, nossa experiência no mercado brasileiro e a evidência dos mercados mais desenvolvidos em outros países mostram que esses ativos permanecerão altamente ilíquidos no curto, médio e até longo prazos, e que o volume de transações secundárias permanecerá bastante limitado até que o volume de emissões primárias atinja um valor significativamente maior do que o valor atual. Dessa forma, na prática consideramos como pouco relevante nesse momento a expansão da autorização para intermediar transações secundárias além da forma proposta pela CVM.

### **11. Possibilidade de concomitante oferta secundária**

Estamos de acordo com a proposta que possibilita ofertas secundárias limitadas a 20% do valor alvo máximo da oferta, conforme previsto no inciso VII do caput do art. 5º, sendo um incentivo a mais para os fundadores captarem por meio da ICVM 588 que entendemos não acrescentar riscos significativos adicionais aos investidores, desde que seja limitado em volume conforme proposta e que seja comunicado claramente aos investidores nas informações essenciais da oferta quando aplicável.

### **12. Possibilidade de os valores captados transitarem por meio das contas da plataforma**



Entendemos que a possibilidade de que os valores captados transitem por contas da própria plataforma acrescentaria um risco significativo e de fato desnecessário nos investidores desse mercado. Os valores comprometidos em captações que ainda não atingissem sucesso perante as regras da ICVM podem chegar a ser valores consideráveis, e até muito maiores do que o total de financiamento da própria plataforma.

Dessa forma, no caso em que uma plataforma enfrente desafios no seu próprio financiamento, teria a possibilidade indefensável de acessar os recursos dos investidores para financiar suas próprias operações, recursos que devem ser destinados ao emissor exclusivamente na conclusão com êxito da oferta.

Nesse contexto, entendemos que a ICVM 588 já trata de modo adequado sobre a vedação de que os montantes transferidos pelos investidores não transitem por contas da plataforma. Ademais, é possível que as plataformas possam se beneficiar de arranjos de pagamento ou qualquer outra solução nesse sentido contanto que estejam de acordo com a regulamentação pertinente.

### **13. PLDFT**

Apoiamos a inclusão do dever das plataformas de manter cadastro dos investidores, bem como controles internos referentes à compatibilidade entre as movimentações dos recursos dos clientes e sua capacidade financeira, nos termos da regulamentação que dispõe sobre a prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo – PLDFT no âmbito do mercado de valores mobiliários. Desse modo, entendemos que a aplicação da ICVM 617 em relação às plataformas estará restrita ao previsto no inciso XIV do art. 19 da ICVM 588.

### **14. Arbitragem regulatória por plataformas “Whitelabel”**

É exemplar a inclusão § 3º ao art. 11, de modo a impossibilitar o esforço de venda e a interface com investidores por meio de participantes não regulados. Seria pertinente alterar a redação



para deixar claro que tal página da internet é gerida pela plataforma ou administrada por profissional que presta serviço diretamente para a plataforma, nos seguintes termos:

*§ 3º Para fins do disposto no **caput**, é considerada página da plataforma na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico aqueles que tenham o logo, a identidade visual, que identifiquem a plataforma registrada na CVM como a promotora da oferta pública e que sejam administrados sob responsabilidade da plataforma.*

## **15. Requisitos das plataformas**

Considerando nossa experiência nesse mercado, vislumbramos na prática como inviável o lançamento de qualquer plataforma com investimento financeiro inferior a R\$ 400 mil. Considerando as exigências atuais, bem como as mudanças propostas nesse documento, este seria o valor mínimo necessário para investimento em tecnologia, assessores legais, *compliance* e pessoas, para lançar uma plataforma minimamente viável e robusta no mercado.

Entendemos como um dos maiores riscos a esse mercado as plataformas com poucos recursos, robustez e profissionalismo, que na nossa experiência basicamente copiam o modelo, e até o site e documentação, de plataformas com mais experiência, assim se beneficiando de uma barreira de entrada baixa de forma perversa e não desejável. A EqSeed já denunciou tais plataformas à CVM, bem como tomou ações extrajudiciais contra elas para evitar essa prática desonesta e indesejável no mercado, que acarreta grande risco para investidores bem como para a credibilidade do mercado como um todo, além de nocivo aos processos de aprovação e *enforcement* da CVM.

A conversão de tal valor mínimo em capital social integralizado da plataforma poderá ser exigido pela CVM, caso as plataformas já em operação no mercado não tenham convertido esse valor mínimo em capital social integralizado.

Desse modo, sugerimos a seguinte redação:

*§ 1º A plataforma deve atender aos seguintes requisitos:*



I – *dispor de capital social integralizado mínimo de R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais) ~~R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais)~~;*

#### **16. Descrição dos processos judiciais, administrativos ou arbitrais**

Apoiamos o acréscimo da descrição dos processos judiciais, administrativos e arbitrais do emissor às informações essenciais, sendo dados relevantes que são cobrados por investidores.

#### **17. Relatório Anual**

Em relação ao Anexo 27-II, percebemos que seria relevante também incluir entre as informações do Relatório Anual o capital social da plataforma, por haver um valor mínimo que a mesma deve observar e por ser assim relevante prestar essa informação periodicamente à CVM.

### **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Agradecemos novamente a oportunidade de contribuir na construção contínua de um mercado de *investment-based crowdfunding* seguro, robusto e resiliente no país. Depreendemos que esse mercado já vem seguindo uma curva bem saudável de crescimento, tendo em consideração ainda o contexto do ambiente macroeconômico desfavorável em que nasceu e se encontra novamente hoje. Por isso, acreditamos que o fomento saudável desse mercado nesse exato momento pode ser alcançado por meio de relativamente poucas modificações bem pensadas à ICVM 588.

Deve-se atentar que há determinados itens trazidos na consulta pública que, dependendo da redação na instrução alteradora, poderão ter consequências extremas para esse mercado, positivas ou negativas. Há inclusões que poderão ser fundamentalmente necessárias para a expansão saudável do mercado, assim como há alterações que podem ter efeitos

desproporcionalmente adversos, resultando em severa contração ou, no mínimo, desestímulo ao desenvolvimento do mercado de investimento participativo.

Ainda, os desafios da situação atual relativa à pandemia de COVID-19 trazem a oportunidade de considerar se é possível viabilizar o acesso a capital via *investment-based crowdfunding* de formas diferentes e complementares à realidade em que a ICVM 588 foi inicialmente proposta. Assim como captações focadas exclusivamente em crescimento, conforme observadas precipuamente no mercado até hoje, há a possibilidade de que ofertas públicas tenham também o intuito de permitir que o emissor tenha acesso a capital em momentos mais desafiadores como esse, atingindo maior resiliência e sustentabilidade em momentos mais críticos e com uma perspectiva de maior prudência.

Destacamos quatro pontos como de altíssima prioridade nessa manifestação, considerando que essas inclusões normativas em particular podem ter consequências nefastas ou restringir excessivamente a expansão do mercado de investimento participativo. Acreditamos que sem a reconsideração desses pontos pela CVM, eles têm o potencial de destruir todo o excelente trabalho e grandes esforços dedicados ao desenvolvimento desse mercado até hoje.

Especificamente nessa categoria de altíssima prioridade, destacamos (i) a oportunidade e viabilidade de aumentar o limite das captações além do valor proposto nessa consulta pública, (ii) os defeitos severos em obrigar a escrituração dos valores mobiliários dentro da ICVM 543 da forma pretendida, (iii) a desproporcionalidade e efeitos adversos de obrigar auditoria independente de emissores desse porte e (iv) a possibilidade da utilização da ICVM 588 por atores não regulados para efetivamente exercerem funções de gestores de recursos sem o devido autorização regulamentar. Consideramos que esses pontos merecem uma atenção especial e reconsideração profunda pela CVM no seu processo de análise e desenvolvimento da norma revisada.

Ainda, destacamos nessa manifestação cinco pontos como de alta prioridade. Enquanto esses pontos não têm consequências potenciais tão severas como as dos pontos na categoria de altíssima prioridade, ainda os consideramos como de importância extremamente elevada, e assim também dignos de uma consideração mais profunda pela CVM no seu processo de análise e desenvolvimento da norma revisada. Em determinados casos não fizemos comentários específicos sobre a proposta da CVM, porém externamos nosso apoio à redação sugerida.



A ICVM 588 é um arcabouço regulatório inteiramente desenvolvido com o intuito de possibilitar que os participantes desse mercado tenham custos reduzidos e menos fricções, parte fundamental do modelo de *investment-based crowdfunding*. Consideramos essencial manter essa dinâmica para que as plataformas possam continuar a fornecer, de forma comercialmente viável, serviços avançados de mercados de capitais para empresas de menor porte.

Que a regulamentação continue não se desvirtuando de seus objetivos precípuos, conferindo celeridade, simplicidade e custos reduzidos associados às ofertas públicas de distribuição realizadas por plataformas de investimento participativo. Essa deve continuar sendo sua essência.

Agradecemos mais uma vez a oportunidade de contribuir na construção contínua de um mercado de *investment-based crowdfunding* seguro, robusto e duradouro no país. Sendo o que nos cabia no momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

**EqSeed LTDA**

Greg Kelly – Chief Executive Officer e Administrador

Brian Begnoche – Chief Strategy Officer

Anthony Ian McCourtney – Chief Investment Officer

Eduardo Castro – Chief Operating Officer

Gabriel Nassim de Saboya – Head Jurídico