

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
FACULDADE DE DIREITO

LORENA PARZIANELLO DAGIOS

CROWDFUNDING DE INVESTIMENTOS: ANÁLISE DO INSTITUTO NA
REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA

CURITIBA

2024

Lorena Parzianello Dagios

CROWDFUNDING DE INVESTIMENTOS: ANÁLISE DO INSTITUTO NA
REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como
requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em
Direito pela Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Daniel Haj Mussi

CURITIBA

2024

CROWDFUNDING DE INVESTIMENTOS: ANÁLISE DO INSTITUTO NA REGULAMENTAÇÃO BRASILEIRA

LORENA PARZIANELLO DAGIOS

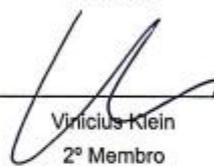
Trabalho de Conclusão de Curso aprovado como requisito parcial para obtenção de Graduação no Curso de Direito, da Faculdade de Direito, Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:



Luiz Daniel Haj Mussi
Orientador

gov.br
Documento assinado digitalmente
CARLOS JOAQUIM DE OLIVEIRA FRANCO
Data: 11/12/2024 12:44:58-0300
verifique em <https://validar.br.gov.br>

Carlos Joaquim de Oliveira Franco
1º Membro



Vinicius Klein
2º Membro

Ils ne savaient pas que c'était impossible, alors ils l'ont fait.

Não sabendo que era impossível, foi lá e fez.

Jean Cocteau

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo demonstrar a evolução do instituto jurídico do crowdfunding de investimentos na jurisdição brasileira. Por meio da revisão bibliográfica de autores nacionais e internacionais, bem como da análise das Instruções e Resoluções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários, o estudo inicia-se com a explicação da origem do crowdfunding e suas modalidades, seguida pela inclusão do tema no mercado de valores mobiliários. Com base na regulamentação brasileira, serão analisadas e comparadas a Instrução CVM nº 588/2017 e a Resolução CVM nº 88/2022. Por fim, será realizada uma breve comparação do crowdfunding no Brasil com os mercados estadunidense e inglês, abordando as modalidades de regulamentação (modelo padrão e modelo liberal) e introduzindo o conceito de *private ordering*, utilizado pelo autor Schwartz para demonstrar sua eficácia na autorregulação do mercado.

Palavras-chave: crowdfunding de investimentos; Resolução CVM nº 88/2022; plataforma eletrônica; financiamento empresarial; *private ordering*.

ABSTRACT

The present study aims to demonstrate the evolution of the legal framework of investment crowdfunding within the Brazilian jurisdiction. Through a bibliographic review of national and international authors, as well as an analysis of the Instructions and Resolutions issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (*Comissão de Valores Mobiliários* - CVM), the research begins with an explanation of the origins of crowdfunding and its modalities, followed by its incorporation into the securities market. Based on Brazilian regulations, CVM Instruction n°. 588/2017 and CVM Resolution n°. 88/2022 will be analyzed and compared. Finally, a brief comparison of crowdfunding in Brazil with the U.S. and U.K. markets will be conducted, addressing regulatory approaches (standard model and liberal model) and introducing the concept of private ordering, as employed by Schwartz to demonstrate its effectiveness in market self-regulation.

Keywords: investment crowdfunding; CVM Resolution n°. 88/2022; electronic platform; companies financing; private ordering.

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

CFR	Code of Federal Regulations
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EPP	Empresa de Pequeno Porte
FCA	Financial Conduct Authority
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FSMA	Financial Services and Markets Act
ICVM	Instrução da Comissão de Valores Mobiliários
IPO	Initial Public Offering (Oferta Pública Inicial)
JOBS	Jumpstart Our Business Startups
MEI	Microempreendedor Individual
PS	Policy Statement
RCVM	Resolução da Comissão de Valores Mobiliários
SDM	Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
SEC	Securities and Exchange Commission
SRE	Superintendência de Registro de Valores Mobiliários
SSE	Superintendência de Supervisão de Securitização

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	9
2 CONCEITO, ORIGEM E MODALIDADES DE CROWDFUNDING	11
2.1 CROWDFUNDING DE DOAÇÃO.....	12
2.2 CROWDFUNDING DE RECOMPENSA	13
2.3 CROWDFUNDING DE EMPRÉSTIMO	15
2.4 EQUITY CROWDFUNDING OU CROWDFUNDING DE INVESTIMENTOS	16
3 O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E O PAPEL DA CVM	19
4 A EVOLUÇÃO DO CROWDFUNDING DE INVESTIMENTOS NO BRASIL	24
4.1 ANTES DA INSTRUÇÃO CVM Nº 588/2017	24
4.2 SOB A ÉGIDE DA INSTRUÇÃO CVM Nº 588/2017	26
4.3 REGULAMENTADO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 88/2022	32
5 O CROWDFUNDING DE INVESTIMENTOS NO MERCADO INTERNACIONAL E AS PRÁTICAS DE <i>PRIVATE ORDERING</i>.....	37
5.1 PLATAFORMA.....	42
5.2 EMISSOR.....	45
5.3 INVESTIDOR	48
6 CONCLUSÃO.....	52
REFERÊNCIAS.....	55

1 INTRODUÇÃO

O crowdfunding de investimentos surgiu como uma alternativa ao financiamento tradicional de sociedades empresariais. Utilizando-se de um modelo menos burocratizado e menos custoso, em razão da dispensa de registro perante a CVM para a emissão de valores mobiliários, se tornou um facilitador às empresas de pequeno porte quanto à captação de recursos financeiros.

Esse instituto jurídico se insere em meio ao seguinte contexto: startups e outras sociedades empresárias em sua fase inicial possuem grandes ideias inovadoras, sem, contudo, deter o capital necessário para o desenvolvimento delas. É de notório saber que não existe empresa sem financiamento, haja vista que qualquer tipo societário necessita de capital para fazer realizar a sua atividade fim. Logo, essas sociedades empresárias buscam angariar grandes montantes para possibilitar o desenvolvimento de suas ideias, que por serem inovadoras – e muitas vezes relacionadas à tecnologia – exigem muito dinheiro para a sua implementação.

Os meios tradicionais, como o empréstimo bancário, os fundos de investimento privados, os investidores anjos em uma seara privada, a emissão de valores mobiliários por meio de oferta pública com o registro perante a CVM – normalmente para a distribuição de ativos na bolsa de valores –, todas essas modalidades detêm diversos empecilhos para as pequenas empresas, limitando a sua participação por essas modalidades de financiamento, conforme será demonstrado no decorrer deste trabalho.

Por conta disso, e considerando o aumento das startups – pequenas empresas com modelos inovadores e tecnológicos para solucionar problemas cotidianos com potencial de negócio escalável – é que o crowdfunding de investimentos ganhou força no mercado internacional, em meados de 2012, chegando ao Brasil em torno de 2015. Esse modelo alternativo possibilitou a emissão de valores mobiliários, desde títulos de dívida e participação, até títulos híbridos, por meio de plataformas especializadas destinadas ao público investidor, mais acessíveis àqueles sem experiência.

Dessa maneira, torna-se relevante o estudo sobre esse instituto jurídico tão recente ao mercado de capitais, para compreender qual a situação deste mercado em território brasileiro; como se compara ao mercado global; a existência de legislação aplicável e a verificação de sua adequação - tanto para fins acadêmicos, como para fins profissionais.

Tendo em vista que o crowdfunding de investimentos está presente no mercado brasileiro há menos de uma década, esse instituto vem se adaptando às necessidades dos

investidores e dos emissores, que são observadas por meio da própria utilização das plataformas. Nesse sentido, questões como: proteção dos investidores; proteção do mercado financeiro contra fraudes; liberdade aos emissores para manter o objetivo pelo qual o instituto foi desenvolvido; são algumas das preocupações decorrentes da utilização dessa modalidade de investimentos.

Por conseguinte, o presente trabalho, por meio de uma abordagem mais expositiva – considerando o caráter inovador e ainda pouco explorado sobre o tema –, busca explicar como o crowdfunding de investimentos surgiu e vem sendo aplicado no contexto nacional. Além disso, pretende expor de forma minuciosa a atual regulamentação relativa à modalidade de investimentos e demonstrar de que maneira a autarquia responsável e o mercado financeiro buscam mitigar as preocupações acima apontadas. Outrossim, pretende comparar a utilização deste instituto no Brasil com a maneira pela qual é regulamentado no exterior, principalmente nos dois maiores mercados de crowdfunding de investimentos, o americano e o inglês.

Dessa maneira, o presente trabalho se divide em 6 capítulos, iniciando-se pela Introdução (Capítulo 1), seguido da conceituação, apresentação da origem e das modalidades de crowdfunding (Capítulo 2), para depois inserir o crowdfunding de investimentos no mercado de financeiro de valores mobiliários e demonstrar as responsabilidades da autarquia federal CVM (Capítulo 3).

Na sequência, demonstra-se a evolução do crowdfunding de investimentos no Brasil, momento em que explica-se o seu surgimento, a primeira instrução (ICVM 588/2017), e segunda resolução – atual (RCVM 88/2022) (Capítulo 4), para ao fim comparar o crowdfunding de investimentos com o mercado dos Estados Unidos da América e do Reino Unido, relacionando o sistema de regulamentação liberal ao tradicional e a aplicação das chamadas *private orderings*, que podem ser identificadas como práticas de mercado que ajudam a reduzir as preocupações relativas a essa modalidade de financiamento (Capítulo 5). E, por fim, apresenta-se a conclusão (Capítulo 6).

2 CONCEITO, ORIGEM E MODALIDADES DE CROWDFUNDING

Crowdfunding, em uma tradução literal significa “financiamento pelas multidões” e pode ser compreendido como uma modalidade de financiamento coletivo. Mesmo que o termo seja considerado relativamente novo, o conceito é ancestral e remonta os primórdios do surgimento da Igreja Católica, sendo um exemplo de crowdfunding as ofertas realizadas durante as missas¹.

Quando os fiéis, por livre e espontânea vontade, decidem entregar qualquer quantia de dinheiro à Igreja com o intuito de financiar algum projeto (seja ele social ou para um fim missionário) – quando não se trata do pagamento do dízimo – podemos compreender que ocorre a modalidade de crowdfunding de doação. Isso porque a Igreja está arrecadando dinheiro proveniente de seus fiéis para o financiamento de um projeto.

Ou, conforme explica Schwartz “*Crowdfunding is seen whenever a group of people— a crowd— gathers their funds together in a common pool and for a common purpose.*”², ou seja, encontra-se o crowdfunding sempre que um grupo de pessoas junta uma quantia de capital que será entregue a alguém para um propósito específico. Dentro desse conceito geral, encontram-se modalidades específicas, que se diferem pelo propósito ao qual “*the crowd*” (as multidões) resolvem entregar esse capital e o que esperam receber em troca.

As modalidades de crowdfunding podem ser divididas em quatro principais: 2.1. Crowdfunding de Doação; 2.2. Crowdfunding de Recompensa; 2.3. Crowdfunding de Empréstimos; e 2.4. Crowdfunding de Investimentos ou Equity Crowdfunding. Há quem diga ainda que esse último pode ser considerado “*Crowdfunding de Valores Mobiliários*”³. Já no exterior essas mesmas modalidades podem tomar a seguinte nomenclatura, segundo Carline Kleiner: “*donation crowdfunding; reward crowdfunding; crowdlending and crowdinvesting*”⁴.

A seguir explica-se como cada uma dessas modalidades se comportam e se diferenciam na prática.

¹ SCHWARTZ, Andrew A. **Investment Crowdfunding**. New York: Oxford University Press, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/oso/9780197688526.001.0001>. Acesso em: set. 2024. p. 11.

² *Ibid.*, p. 11.

³ COELHO, Caio Sasaki Godeguez. **Crowdfunding: Natureza e Regime Jurídico**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 25.

⁴ KLEINER, Caroline (ed.). **Legal Aspects of Crowdfunding**. Cham: Springer Nature Switzerland, 2021. v. 55. (Ius Comparatum - Global Studies in Comparative Law). Disponível em: <https://doi.org/10.1007/978-3-030-79264-0>. Acesso em: nov. 2024. p. 52.

2.1 CROWDFUNDING DE DOAÇÃO

O Crowdfunding de doação é a modalidade precursora do sistema de fundo coletivo crowdfunding⁵, como exposto inicialmente. Não foi diferente no Brasil, que obteve a primeira experiência nacionalmente conhecida de crowdfunding (exposta nas redes de comunicações) com o projeto Criança Esperança, em meados do ano de 1986.

Usualmente o crowdfunding de doação é utilizado por organizações sem fins lucrativos, como “partidos políticos ou unidades filantrópicas”⁶, mas nada impede que seja utilizado por empresas ou pessoas com projetos que visem lucros. Na realidade, existem plataformas especializadas em crowdfunding de doação tanto no território nacional como internacional, como por exemplo as plataformas “Vakinha”⁷ e “Kickante”⁸ de grande atuação no Brasil. Essas plataformas têm como objetivo arrecadar doações para fins sociais, abrangendo desde a captação de recursos para auxiliar uma pessoa a pagar por uma cirurgia ou tratamento até grandes projetos sociais, como financiar projetos para amenizar a fome na África.

Já no âmbito internacional, destacam-se grandes plataformas como a “GoFoundMe”⁹ e a “JustGiving”¹⁰ com foco principal na arrecadação para projetos sociais e humanitários. Contudo, existem plataformas que carregam um sistema misto de doação e recompensa, de forma que podem ser utilizadas para fins sociais, mas seu foco principal reside em projetos de inovação, como a “Kickstarter” e a “Indiegogo”, que serão melhor abordadas na próxima seção.

Nesta modalidade de crowdfunding, a pessoa que escolhe doar um valor para aquele projeto não recebe uma contrapartida ou recompensa pela sua doação. Essa categoria, por sua aparente simplicidade, não é regulada ou sequer definida pelos estudiosos do assunto. Na maioria das jurisdições é tratada simplesmente como uma forma de doação dentro do direito, assumindo essa natureza jurídica¹¹. Assim ocorre também no Brasil.

⁵ KLEINER, Caroline (ed.). *op. cit.*, p. 55.

⁶ COELHO, Caio Sasaki Godeguez. *Op. cit.*, p. 26.

⁷ Plataforma disponível em: <https://www.vakinha.com.br/vaquinhas/explore>

⁸ Plataforma disponível em: <https://www.kickante.com.br/vaquinha-online/c/crowdfunding>

⁹ Plataforma disponível em: <https://www.gofundme.com/pt-pt>

¹⁰ Plataforma disponível em: <https://www.justgiving.com/>

¹¹ KLEINER, Caroline (ed.). *op. cit.*, p. 56.

Há quem diga ainda que essa modalidade pode ser intitulada como Crowdfunding Filantrópico¹².

2.2 CROWDFUNDING DE RECOMPENSA

Também conhecido por “*Reward Based Crowdfunding*”¹³, essa modalidade consiste na obtenção de uma recompensa pelo valor incorporado no projeto. Foi em meados dos anos 2010¹⁴ que essa modalidade de crowdfunding surgiu utilizando-se de plataformas como uma alternativa para o financiamento de projetos criativos e artísticos, sendo amplamente utilizado por bandas e escritores, por exemplo.

Alguns autores acreditam haver uma quinta modalidade de crowdfunding chamada de pré-venda¹⁵. Contudo, para a maioria, ela está inclusa no crowdfunding de recompensa¹⁶. Explica-se. Quando se fala de crowdfunding de recompensa entende-se que a pessoa física ou jurídica que promoveu a oferta, quando recebe uma doação, se compromete a dar em troca algum prêmio por aquela contribuição.

Mesmo que esse prêmio possa ser dos mais variados possíveis, costuma ter pouco valor agregado, como um chaveiro ou uma camiseta da banda - se tomada como exemplo - ou até mesmo o nome de um colaborador nos créditos de um filme – se o projeto for o financiamento de uma produção cinematográfica¹⁷. Além disso, muito comum eram os casos de prêmios como ingressos antecipados para assistir à uma turnê – novamente no exemplo de apoio às bandas - nesse caso configurando-se como o modelo pré-venda.

A variante pré-venda costuma ser utilizada por empresas que pretendem vender um produto, mas ainda não têm certeza de sua aceitação no mercado. Para isso, utilizam a venda prévia do produto por um valor mais baixo, antes de efetivamente iniciar a produção, como uma forma de mitigar os prejuízos. Assim, “*o autor do projeto somente lança o produto caso o valor das pré-vendas atinja um valor mínimo estipulado por ele.*”¹⁸.

¹² NETO, Carlos Martins. **O Financiamento de Empresas por Meio de Equity Crowdfunding no Brasil: Passado, Presente e Futuro**. In: NETO, Carlos Martins; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale (Coord). *Crowdfunding de Investimentos e Financiamento de Startups: Atualizado de Acordo com a Resolução CVM nº 88/2022*. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 93.

¹³ KLEINER, Caroline (ed.). *op. cit.*, p. 59.

¹⁴ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 14.

¹⁵ NETO, Carlos Martins. *op. cit.*, p. 93.

¹⁶ Autores como Steven Bradford, Caroline Kleiner, Andrew Schwartz e Caio Sasaki Coelho incluem essa a pré-venda na modalidade do crowdfunding de recompensa.

¹⁷ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 17.

¹⁸ COELHO, Caio Sasaki Godeguez. *Op. cit.*, p. 28.

Dessa maneira, mesmo que existam singularidades na categoria de pré-venda, ela ainda mantém a natureza jurídica da recompensa. Em verdade, nesse sistema, a recompensa é justamente aquilo que se financia¹⁹.

O crowdfunding de recompensa é uma das modalidades que mais obteve sucesso na rede mundial de computadores, pois viabiliza, de forma simples e desburocratizada, a captação de recursos para ideias criativas promovidas por pequenos negócios ou indivíduos. Nessa categoria – e no equity crowdfunding – se encontram os chamados “Brand ambassadors”²⁰, que são considerados na tradução literal como “Embaixadores da Marca”.

Trata-se de pessoas que financiam determinados projetos dos quais elas mesmas são admiradoras e/o entusiastas. Essas pessoas, com o incentivo da recompensa e da própria admiração pelo projeto, buscam promover a marca gratuitamente para que a meta seja atingida, contribuindo assim com a oferta.

Há, todavia, um contrapeso nessa balança, pois os chamados "Grand Ambassadors" podem, dependendo de uma má reputação associada ao emissor do projeto, transformar-se em "Grand Assassins". Descontentes com o projeto ou com o emissor, esses indivíduos podem disseminar propaganda negativa, prejudicando severamente a imagem do titular do projeto.

É nesta modalidade que se encontram algumas das plataformas de crowdfunding mais conhecidas, são elas “Kickstarter”²¹, “Indiegogo”²² e “Catarse”²³, as duas primeiras norte americanas e a última brasileira. A “Kickstarter” descreve a sua missão como “*help bring creative projects to life*”²⁴, demonstrando que é nessa modalidade de crowdfunding que a criatividade ganha apoiadores e o projeto pode tomar vida.

Nessas plataformas, encontram-se duas modalidades de promoção do projeto, as chamadas “*all or nothing*” ou “*keep it all*”, também compreendidas no Brasil como “tudo ou nada” ou “flex”. Em outras palavras, quando se opta pela categoria de “tudo ou nada”, existe um valor alvo a ser arrecadado, que só será entregue ao promotor da oferta se a meta for alcançada. Nesses casos quando a meta não é alcançada dentro do prazo determinado, o valor retorna aos que contribuíram e a oferta não é considerado cumprida. Contudo, há também a modalidade flex, em que o promotor do projeto recebe todo valor destinado para o projeto,

¹⁹ *Ibid.*, p. 29.

²⁰ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 9.

²¹ Plataforma disponível em: <https://www.kickstarter.com/>

²² Plataforma disponível em: <https://www.indiegogo.com/>

²³ Plataforma disponível em: <https://www.catarse.me/>

²⁴ Lema da plataforma, disponível em: <https://www.kickstarter.com/>. Acesso em: 04. Nov. 2024. Tradução própria: ajudar a dar vida aos projetos criativos.

independente de alcançar uma meta ou não. O sistema flex é mais comum para projetos de durabilidade contínua.²⁵

Essa modalidade de crowdfunding é muito promissora e de fácil utilização, pois, além de permitir um incentivo em mercados específicos, como o da tecnologia e o da arte, não exige a fiscalização ou regulamentação pela CVM, já que não há qualquer tipo de emissão de valores mobiliários. Em uma análise jurídica, a natureza da relação entre os promotores dos projetos e os apoiadores pode ser definida como contrato de compra e venda, prestação de serviço ou atípico, mas essa relação é ainda muito abstrata e contém muitas divergências entre as jurisdições.²⁶

Diante do exposto, pode-se considerar que a modalidade de recompensa apresenta grandes vantagens, apesar de haver certa inconsistência com relação a natureza do negócio jurídico firmado entre as partes dentre as diversas jurisdições que a utilizam.

2.3 CROWDFUNDING DE EMPRÉSTIMO

O crowdfunding de empréstimo ou também chamado de “*crowdlending*”²⁷ funciona exatamente como parece, os promotores apresentam seus projetos e a finalidade de seu financiamento nas plataformas especializadas e os interessados emprestam uma quantia àquele propósito. Dentro do prazo acordado, os autores dos projetos devem devolver o valor recebidos aos apoiadores. A devolução pode ocorrer com acréscimo de juros compensatórios, ou apenas o valor inicialmente desprendido, a depender da plataforma.

Essa modalidade de crowdfunding ficou conhecida pelo chamado “*peer-to-peer*”²⁸, instituto utilizado para se referir aos empréstimos realizados de indivíduo a indivíduo e não por uma instituição financeira, como é o meio tradicional. Contudo, em se tratando de um sistema em que a plataforma é quem faz o financiamento pelo emissor ao terceiro e não o ofertante ao ofertado, hoje, pode se considerar que “*peer-to-peer*” talvez não seja o melhor termo para caracterizar essa modalidade de empréstimo pelas plataformas²⁹.

²⁵ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 16.

²⁶ KLEINER, Caroline (ed.). *op. cit.*, p. 60.

²⁷ *Ibit.*, p. 61.

²⁸ BRADFORD, C. Steven. **Crowdfunding and the Federal Securities Laws**. *Columbia Business Law Review*, vol. 2012, n. 1, p. 1-150, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1916184>. Acesso em: nov. 2024. p. 20.

²⁹ COELHO, Caio Sasaki Godeguez. *Op. cit.*, p. 30.

No Brasil o crowdfunding pela via de empréstimos já foi muito bem instaurado e encontra diversas plataformas ativas, dentre as quais se tem a “Nexoos”³⁰ e a “Biva”³¹, que funcionam como *fintechs* de crédito³². Considerando que não há emissão de valores mobiliários na realização desses empréstimos, essa modalidade também não está sob a égide da regulação ou fiscalização da CVM, em realidade fica sob os cuidados do próprio Banco Central³³, ao passo que possui natureza jurídica de empréstimo e se comporta como um contrato de mútuo³⁴, perante o Direito Brasileiro.

2.4 EQUITY CROWDFUNDING OU CROWDFUNDING DE INVESTIMENTOS

Finalmente, o Equity crowdfunding e o crowdfunding de investimentos. Trata-se das modalidades de crowdfunding que ocorrem por meio da emissão de valores mobiliários com dispensa de registro na CVM, utilizando-se unicamente da internet para interligar os emissores aos investidores, especificamente, por meio das plataformas. É definida por Schwartz como “*the public offering of unregistered securities through an independent online platform*”³⁵

Apesar de serem tomados como sinônimos, o equity crowdfunding e o crowdfunding de investimentos não se referem à mesma qualidade de ativo. Enquanto o *equity* se refere somente aos ativos financeiros de participação, o crowdfunding engloba todos, desde *equity* até *debt* ou híbridos, conforme será explicado no capítulo 3. Logo, neste trabalho o *equity* será abordado dentro do crowdfunding de investimentos.

Considerada como a mais complexa modalidade de crowdfunding, se torna tão importante por sua capacidade de angariar recursos de maneira rápida por empresas de pequeno porte, sem a necessidade de realizar financiamentos demasiadamente onerosos ou participar de todo o processo necessário para realizar uma oferta pública de valores mobiliários (registrada na CVM) no mercado de capitais, como a bolsa de valores.

Funciona da seguinte forma, uma empresa faz uma cartilha explicando sua atividade de mercado, sua finalidade e serviço, e ao final, o quanto busca financiar. Dentro da

³⁰ Plataforma disponível em: <https://www.nexoos.com.br/>

³¹ Plataforma disponível em: <https://biva.com.br/>

³² Empresas que usam tecnologia para inovar os mercados financeiros.

³³ Nos termos da Resolução CMN nº 4.656/2018.

³⁴ COELHO, Caio Sasaki Godeguez. *op. cit.*, p. 30.

³⁵ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 23. Tradução própria: é a oferta pública não registrada de valores mobiliários através de uma plataforma online e independente.

modalidade de crowdfunding de investimentos, o “projeto” na realidade é a atividade da própria empresa ou alguma que por ela será realizada dentro de sua atividade social. Já o aporte financeiro realizado pelos investidores não é com a finalidade de doar, mas sim investir, porque esperam o retorno financeiro que pode ocorrer no formato lucro, dividendos ou juros. A complexidade se dá pelo fato de que o investidor está comprando títulos daquela empresa, podendo ser títulos de dívida ou de participação.

Sobre o procedimento, o investidor está se tornando um sócio daquele negócio, ou está adquirindo um título que o torna credor daquela empresa (como o exemplo das debêntures), ou ainda, comprando um título que futuramente dará direito a participar de forma acionária daquela sociedade (títulos conversíveis). Em outras palavras, todas as possibilidades de aporte e arrecadação dentro do crowdfunding de investimentos ocorrem necessariamente por meio da emissão de valores mobiliários. E essa atividade é regulada dentro da maioria das jurisdições por um órgão em específico, que no Brasil é a autarquia CVM – Comissão de Valores Mobiliários que regula e fiscaliza esse exercício.

Nesse contexto, o surgimento desse tipo de fundo de investimento foi um tanto complexo e difícil em seu início, pois ainda não havia regulamentação específica para a atividade, e ainda assim não se enquadrava nas modalidades tradicionais de emissão de valores mobiliários.

Esse mercado, apesar de estar em crescimento exponencial e hoje já se difundir por todo o globo, ainda está sendo “testado” e sob constante modificação e evolução. Por ser um instituto relativamente novo no direito brasileiro - e aqui refere-se à meados de 2015, quando não havia ainda regulamentação específica – a CVM vem acompanhando o mercado brasileiro, suas preocupações e dificuldades para tentar regulamentar dentro do possível.

Ocorre que o mercado de capitais sempre foi direcionado às grandes companhias e aos ricos investidores, pois demanda um aporte inicial grande antes de efetivamente entrar no ramo das emissões. Essa estrutura impedia que as empresas que estavam em seu estágio inicial pudessem participar, limitando suas alternativas de financiamento aos empréstimos bancários e, raramente, aos fundos de *venture capital* ou investidores anjos. Sendo que o primeiro apresenta alternativas de juros absurdos e a segunda e terceira retira parcialmente a autonomia da empresa, que acaba perdendo parcela do controle aos investidores.

Nesse contexto o crowdfunding de investimentos surgiu como uma alternativa barata e sem perda do controle acionário para as empresas em crescimento, especificamente em seu estágio inicial, assim como e, para alguns – especialmente – às startups, que são empresas inovadoras, relacionadas a tecnologias e que tem potencial de crescimento muito rápido.

As startups são, na realidade, um atrativo imenso aos investidores, pois apesar do crowdfunding de investimentos ser considerado um investimento de risco, ao passo que as empresas podem falir e nunca obterem retorno, existem grandes chances de sucesso com retorno rápido, pois, são assim consideradas as empresas que apresentam uma inovação, normalmente tecnológica, que pode se tornar essencial para atualidade. Para melhor compreender, são exemplos de startups a Amazon, a Netflix, a Uber, o Facebook, o Twitter dentre diversos outros mais.

Dessa maneira, o crowdfunding de investimentos se diferencia das demais modalidades por emitir valores mobiliários e necessitar de uma regulamentação específica e um órgão fiscalizador específico. O crowdfunding de doação, recompensa e empréstimo podem ser todos regulamentados pelos institutos jurídicos já existentes no direito brasileiro e previstos no Código Civil.

De toda forma, o crowdfunding tem em comum em todas as suas modalidades, além dos três agentes: plataforma, investidor/apoiador e emissor/criador, a motivação para escolher determinada proposta ou empresa para realizar o aporte. Apesar de que em algumas modalidades espera-se um retorno, seja financeiro ou não, o investidor ou o apoiador sempre buscam apoiar uma causa em que eles acreditam, para além do fator financeiro³⁶. Essa é uma característica do crowdfunding em geral.

³⁶ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 21.

3 O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E O PAPEL DA CVM

O mercado financeiro de valores mobiliários deve estar sob o controle do Estado, assim como diversas outras atividades, como àquelas relacionadas ao meio ambiente, as quais são regulamentadas pelo IBAMA, ou relacionadas à saúde pública, pela ANVISA. O mercado financeiro é regulamentado pela CVM, a chamada Comissão de Valores Mobiliários. Todos esses órgãos são autarquias sob as quais o governo delega poderes para regulamentar e fiscalizar algumas das atividades e setores da comunidade, com fulcro no interesse público e proteção dos cidadãos e meio ambiente.

A Comissão de Valores Imobiliários foi criada pela Lei nº 6.385, em 1976, quando instituiu a CVM como uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, com autonomia financeira e orçamentária, e ausência de subordinação hierárquica, nos termos do artigo 5º dessa lei³⁷.

Essa autarquia visa regulamentar e fiscalizar o mercado financeiro de valores mobiliários, como as ações, debêntures, bônus de subscrição, contratos que gerem direitos de parceria ou remuneração e tenham sido ofertados publicamente, ou outros especificados em seu artigo 2º.³⁸

Pode-se dizer que a atividade de emissão de valores mobiliários está inteiramente ligada à noção de financiamento empresarial. E essa atividade extremamente necessária ao funcionamento de uma sociedade empresarial implica obrigatoriedade para com o projeto societário. Ora, não há sociedade sem financiamento. É sobre essa premissa que recai aos sócios a primeira obrigação fundamental, a de entrada, quando os investidores integralizam a sua parte do capital social da sociedade.³⁹

³⁷ Art. 5 da Lei nº 6.385. *É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.*

³⁸ Art. da Lei nº 6.385. *São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.*

³⁹ DOMINGUES, Paulo de Tarso. **O financiamento societário pelos sócios (e o seu reverso)**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2022. p. 15.

Nesse sentido, a atividade empresarial descrita no objeto social da sociedade pode ser financiada por investimento através de capital próprio e investimento através de capital alheio⁴⁰. Segundo Paulo de Tarso Domingues “*O que caracteriza o “capital próprio” (também designado “capital de risco”) é o fato de sobre ele incidir precipuamente o risco econômico do desenvolvimento da atividade societária.*”⁴¹

Em outras palavras, o sócio que faz o aporte inicial integrando o capital social da sociedade está apostando no desenvolvimento e sucesso dessa, porque em caso de encerramento da empresa o reembolso do valor integrado, pelo sócio, só ocorre depois que todos os passivos da empresa forem liquidados. Ou seja, em caso de falência da sociedade, dificilmente existam ativos suficiente para pagar os acionistas. Mesmo que a forma mais comum de investir por meio de capital próprio seja através da integralização no capital social, existem outras formas, como por exemplo “*o ágio, as prestações suplementares, prestações acessórias ou reservas*”⁴².

Pode-se dizer que a categoria de financiamento de “capital próprio” não faz dívida com a sociedade, de forma que o sócio não é considerado credor.⁴³ Diferentemente do que acontece no caso de financiamento por “capital alheio”, no qual o valor aportado é incluído na contabilidade como uma dívida, tornando o investidor um credor da sociedade, podendo até reclamar seu crédito nas esferas jurídicas existentes.

Dentro dessa nomenclatura muito utilizada no direito português, pode-se fazer uma alusão a divisão dos ativos financeiros em títulos de dívida (*debt*) ou títulos de participação (*equity*) ou ainda aqueles chamados híbridos⁴⁴. Pode-se relacionar os títulos de participação aos financiamentos por capital próprio enquanto os títulos de dívida ao financiamento por capital alheio, haja vista que o primeiro confere aos investidores uma parte da empresa, enquanto o segundo um crédito.

O *equity* é considerado um investimento mais arriscado, já que o retorno depende do sucesso da sociedade, mas também com maior potencial lucrativo. Por outro lado, o *debt* é considerado um investimento mais seguro, com previsibilidade de seu retorno.

Havia, contudo, uma diferença entre os investidores de cada uma dessas modalidades, qual era a participação no controle e decisões da sociedade. Enquanto o capital

⁴⁰ DOMINGUES, Paulo de Tarso. *op. cit.*, p. 18.

⁴¹ *Ibit.*, p. 18.

⁴² *Ibit.*, p. 21.

⁴³ *Ibit.*, p. 19.

⁴⁴ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Corporate Finance**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015. p. 14-30.

próprio *normalmente* permite certo controle acionário, como participação nas assembleias ou reuniões de conselho, dando autonomia ao investidor para direcionar o desenvolvimento da sociedade, o investimento por capital alheio não abre portas à administração da empresa, limitando-se ao aspecto de um mero credor da sociedade.⁴⁵

Todavia, essa diferença já não cabe muito bem ao contexto atual, pois, conforme explica Paulo de Tarso Domingues, o credor por vezes equipara-se a um sócio:

A verdade, porém, é que se assiste, hoje, a um “ativismo” por parte dos financiadores – sobretudo dos grandes financiadores –, que foi sublimado pela crise financeira do início do século, que se consubstancia numa política de concessão de crédito muito mais elaborada e sofisticada, com a estipulação de cláusulas e condições que, com frequência, se refletem e interferem na própria gestão e governação da sociedade.

(...)

Trata-se de um fenómeno – que se costuma designar, no jargão anglo-americano, por *debt governance*⁴⁶

Ainda que essa seja a situação atual, a verdade é que todo e qualquer tipo societário depende de financiamento para concretização de sua atividade fim. Dessa maneira, os títulos emitidos para se chegar a essa finalidade, sejam eles *debt*, *equity* ou *híbridos* compartilham da mesma função, angariar recursos.

Os mais conhecidos valores mobiliários de *debt* são as debêntures ou as notas promissórias, enquanto de *equity* são as ações ordinárias, os bônus de subscrição, e os híbridos – que tem características de capitais próprios e capitais alheios, podem ser considerados os títulos conversíveis, que são títulos de dívida que podem ser convertidos em ações, ou ações preferenciais, “*que apesar de representarem a titularidade do capital da empresa, atribuem pagamentos fixos (como as obrigações)*”⁴⁷.

A principal e mais efetiva via de emissão de valores mobiliários – e consequente obtenção de recursos - para sociedades de capital aberto ocorre por meio da oferta pública de valores mobiliários. Regulada pela Resolução nº 160/2022, que revogou a antiga Instrução CVM nº 400/2003, dispõe sobre as ofertas públicas⁴⁸ de distribuição primária ou secundária

⁴⁵ DOMINGUES, Paulo de Tarso. *op. cit.*, p. 21.

⁴⁶ DOMINGUES, Paulo de Tarso. *op. cit.*, p. 22.

⁴⁷ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *op. cit.*, p. 30

⁴⁸ São consideradas ofertas públicas Resolução nº 160/2022: Art. 3º Configura oferta pública de distribuição o ato de comunicação oriundo do ofertante, do emissor, quando este não for o ofertante, ou ainda de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, disseminado por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários, e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de

de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados.

São características da emissão pública, consoante a Lei n.º 6.385, as negociações realizadas em ambientes abertos ao público ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação; a utilização de anúncios destinados ao público; ou ainda a contratação de agentes ou corretores.⁴⁹

Dentre todas as ofertas públicas existentes, a mais conhecida e com maior potencial de retorno ocorre por meio da bolsa de valores, todavia, esse é um recurso disponível para poucas empresas em razão do seu alto custo de entrada e manutenção. Explica-se.

A utilização da bolsa de valores se limita ao tipo societário de capital aberto, como as Sociedades Anônimas. Considerando a responsabilidade da CVM sobre os investimentos realizados neste mercado e a sua necessidade de proteção dos investidores, são vários os requisitos para emissão na Bolsa de Valores do Brasil, a B3⁵⁰.

A título de curiosidade, são necessários diversos documentos para comprovar a estabilidade, os atos de governança corporativa e a transparência financeira para que a empresa possa realizar o requerimento perante a CVM. Ou seja, a empresa deve contratar profissionais para realizar auditoria e consultoria jurídica e financeira para participar do processo⁵¹.

despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinados valores mobiliários, ressalvado o disposto no art. 8º. § 1º Sem prejuízo de outros atos que se enquadrem no caput, são exemplos que caracterizam uma oferta como pública: I – a utilização de material publicitário dirigido ao público investidor em geral; II – a procura, no todo ou em parte, de investidores indeterminados para os valores mobiliários, por meio de quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições participantes do consórcio de distribuição; III – a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a potenciais subscritores ou adquirentes indeterminados, ressalvada a hipótese prevista no art. 6º; IV – a negociação feita em loja, escritório, estabelecimento aberto ao público, página na rede mundial de computadores, rede social ou aplicativo, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; e V – a prática de quaisquer atos descritos nos incisos II a IV, ainda que os destinatários da comunicação sejam individualmente identificados, quando resultante de comunicação padronizada e massificada. § 2º É considerada pública a oferta que venha a obter registro junto à CVM nos termos desta Resolução.

⁴⁹ §3º do artigo 19º da Lei n.º 6.385. Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 3º - Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

⁵⁰ Acesso disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/para-voce

⁵¹ Processo esse que necessita da preparação da empresa e adequação da governança; contratação de consultorias e auditorias; registro e envio de documentação à CVM; criação do prospecto e realização do roadshow; precificação via bookbuilding; custos com taxas regulatórias, comissões e despesas legais; e cumprimento de obrigações pós-ofertas, como relatórios periódicos.

Logo, o que se percebe é que a angariação de recursos pela emissão de valores mobiliários com registro perante a CVM é um processo que demanda já de início, um aporte muito alto para cumprir os requisitos solicitados pela autarquia. Por essa razão é que sociedades de pequeno porte, ou que estão em sua fase inicial, não conseguiam se financiar utilizando da emissão de títulos por ofertas públicas, mesmo que fossem as mais eficientes.

Dessa maneira, o que se percebia era uma estagnação do mercado, de maneira que estratificava as grandes sociedades das pequenas, perpetuando esse cenário e dificultando a mobilidade de um para outro. As possibilidades são proporcionais ao tamanho, pequenas empresas encontram duas possibilidades de financiamento: (i) recorrer às modalidades tradicionais de crédito, com altos juros; (ii) conseguir que algum fundo de investimento privado ou investidor anjo que o enxergue como potencial no mercado; ou (iii) ter apoio de uma rede de amigos ou família para ajudar no financiamento.

Em razão disso é que ganhou força o crowdfunding de investimento, com a sua respectiva dispensa de registro. Nos próximos capítulos será abordada a evolução do crowdfunding no Brasil e a atual regulamentação.

4 A EVOLUÇÃO DO CROWDFUNDING DE INVESTIMENTOS NO BRASIL

O surgimento do crowdfunding, como é hoje conhecido (por meio de plataformas online de comunicação), remonta ao final da década dos anos 90, quando uma banda inglesa conseguiu realizar uma turnê aos Estados Unidos graças às doações de fãs em redes sociais e enviadas por e-mail⁵². Essa prática foi se espalhando ao passo que novas experiências como essa foram surgindo, de maneira a disseminar o conceito de crowdfunding pelo globo, nas várias modalidades existentes.

Algumas delas, sem tantas restrições e burocracias, foram ganhando força de forma mais rápida e natural, como é o caso do crowdfunding filantrópico (de doações) ou de recompensa. O Crowdfunding de Investimentos, objeto deste estudo, acabou se instituindo no Brasil em meados de 2015, quando ainda não havia qualquer regulamentação específica sobre o assunto.

Assim, pode-se separar as fases do crowdfunding de investimentos no Brasil em três, espelhando-se ao estudo realizado por Carlos Martins Neto⁵³: antes da Instrução CVM nº 588/2017; sob à égide da ICVM nº 588/2017 e; atualmente, regulamentado pela Resolução CVM nº 88/2022.

4.1 ANTES DA INSTRUÇÃO CVM Nº 588/2017

Antes do surgimento da Instrução Normativa CVM nº 588/2017, o crowdfunding de investimentos não era regulamentado em nosso país. Em contrapartida a essa falta, utilizava-se da Instrução Normativa da CVM vigente à época, que tratava sobre a oferta pública de valores mobiliários, a ICVM nº 400.

Considerando que os requisitos e valores para o registro das ofertas públicas nos termos daquela instrução eram demasiadamente complexos e caros, conforme brevemente demonstrado no capítulo 3, essa era uma modalidade incompatível com a ideia e os ofertantes do crowdfunding de investimentos.

Por sorte, naquela mesma normativa havia algumas possibilidades de dispensa de registro das ofertas, possibilitando sua efetiva utilização. Das dispensas previstas na ICVM 400, duas poderiam deixar uma lacuna para oferta desses valores mobiliários: a exceção

⁵² NETO, Carlos Martins. *op. cit.*, p. 92.

⁵³ NETO, Carlos Martins. *op. cit.*, p. 91-114.

prevista no artigo 5º, III – *que depois seria revogado pela ICVM 588* – e a dispensa discricionária prevista no artigo 4º.⁵⁴

Considerando que a dispensa discricionária não era algo fácil de conseguir, os empreendedores se adequavam à dispensa de registro pela exceção prevista no inciso III, do artigo 5º, da ICVM 400.

Em outras palavras, para efetuar uma emissão pública de valores mobiliários na modalidade *equity* os empreendedores precisavam ser EPP ou MEI. Aqui residia o impasse: o Microempreendedor Individual é sociedade pessoal e as Empresas de Pequeno Porte normalmente são constituídas como sociedades limitadas, o que dificultava a emissão de títulos de participação (*equity*), haja vista a estrutura mais engessada desse tipo societário.

Outrossim, a Lei Complementar 123/2006 que normatiza as EPP e MEI prevê em seu artigo 3º, §4º, inciso X, que as sociedades por ações não podem se beneficiar do regime jurídico destinado a esses tipos societários⁵⁵. Nesse ínterim, não sendo possível a utilização das S.A., as sociedades encontraram como saída a emissão de “títulos de dívida conversíveis” – um título híbrido – no qual o “investidor transfere recursos para a startup com a promessa futura de conversão de seu crédito em participação na sociedade”⁵⁶.

O referido título possuía características suficientes para se enquadrar no conceito de valor mobiliário, nos termos do inciso IX, do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976⁵⁷, haja vista que tratava-se de um contrato com direito de participação futura, com o objetivo de

⁵⁴ Art. 5 da ICVM nº400. Não se sujeitam ao registro a que se refere o art. 2º as seguintes ofertas públicas de distribuição: III - valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.

Art. 4 da ICVM nº 400. Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.

⁵⁵ Art. 3, §4, inciso X, da Lei Complementar 123/2006. Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que: I - no caso da microempresa, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais); e II - no caso de empresa de pequeno porte, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais). § 4º Não poderá se beneficiar do tratamento jurídico diferenciado previsto nesta Lei Complementar, incluído o regime de que trata o [art. 12 desta Lei Complementar](#), para nenhum efeito legal, a pessoa jurídica: X - constituída sob a forma de sociedade por ações.

⁵⁶ NETO, Carlos Martins. *op. cit.*, p. 96.

⁵⁷ Inciso IX, do artigo 2, da Lei nº 6.385/1976. IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

lucro/remuneração, do qual o investidor dependia dos esforços do empreendedor, e tinha sido ofertado publicamente.

Assim, depois de emitido o título, as empresas tinham até a data de seu vencimento para se tornarem sociedades anônimas e incorporarem aquele investidor no quadro societário.⁵⁸ Ocorre que o crowdfunding nesse momento assistia às limitações da exceção de registro prevista na CVM 400, §4º do artigo 5º, de maneira que a emissora só poderia captar R\$ 2.400.000,00, dentro de cada exercício.⁵⁹

Enquanto para uma startup em ascensão esse não é um valor tão expressivo, para um investidor é um valor substancial, difícil de ser desembolsado, especialmente aquele que não se enquadre como qualificado ou profissional, sendo no uso de um termo simples, um leigo no mundo de capitais.

Dessa maneira, o panorama pré ICVM 588 consistia em um mercado pequeno e disfuncional, sem qualquer segurança financeira aos investidores, tendo em vista a ausência de responsabilidades específicas dos emissores, os quais necessitavam, somente, comunicar a CVM, se ater aos limites angariados e apresentar material publicitário verdadeiro, advertindo dos riscos existentes e da dispensa de registro.⁶⁰

Diante deste cenário, e levando em conta que o crowdfunding de investimentos estava em ascensão, a CVM convocou uma audiência pública em 2016 para discutir o mercado do crowdfunding no Brasil e uma possível regulamentação.⁶¹

4.2 SOB A ÉGIDE DA INSTRUÇÃO CVM Nº 588/2017

Em 13 de julho de 2017 a autarquia federal editou a Instrução nº 588/2017, normatizando “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”⁶².

⁵⁸ NETO, Carlos Martins. *op. cit.*, p. 98.

⁵⁹ §4 do artigo 5, da Resolução CVM nº 400. A utilização da dispensa de registro de que trata o inciso III do caput para ofertas de valores mobiliários de uma mesma emissora está limitada a R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) em cada período de 12 (doze) meses.

⁶⁰ NETO, Carlos Martins. *op. cit.*, p. 98.

⁶¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM 06/16.: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html. Acesso em: 12 nov. 2024.

⁶² Instrução CVM n. 588. 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, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de

Primeiramente, essa Instrução revogou a exceção prevista no artigo 5º, III, da ICVM 400 que vinha sendo utilizada como permissivo para a emissão dos valores mobiliários com ausência de registro pelo crowdfunding de investimentos. Importante ressaltar também que a Resolução que revogou a ICVM 400 - a RCVM 160 - mantém fora de seu escopo as ofertas que possuem regulamentação específica, como a presente.⁶³

Insta ressaltar, de imediato, que a Instrução não se reconhece como reguladora exclusivamente do do equity crowdfunding, e sim do crowdfunding de investimentos, assim o definindo:

Crowdfunding de investimento: captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução.⁶⁴

Isto é, as plataformas de investimento por meio do crowdfunding permitem a emissão de valores mobiliários de títulos de dívida ou conversíveis, não se limitando à emissão de ações.

Outrossim, importante constatar que a presente Instrução criou um conceito de empresa antes nunca utilizado: as chamadas “sociedades empresárias de pequeno porte”, definindo-as como:

Sociedade empresária constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM.⁶⁵

Essa nova definição abriu espaço para todos os tipos societários participarem do crowdfunding de investimentos, desde que se enquadrem nos requisitos: receita bruta anual de até R\$ 10 milhões no exercício social anterior ao ano da oferta e que ainda não tenha sido registrada como uma emissora de valores mobiliários, nos termos da RCVM 160.

2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013.

⁶³ Art. 1, da RCVM nº 160. Esta Resolução regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor em geral e promover a eficiência e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Parágrafo único. O disposto nesta Resolução se aplica a toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários e de títulos e instrumentos financeiros cuja regulamentação da distribuição pública seja atribuída por lei à CVM, exceto: I – quando a oferta dos valores mobiliários e dos referidos títulos e instrumentos financeiros forem expressamente tratados em regulamentação específica diversa;

⁶⁴ Art. 2, inciso I, da ICVM nº 588/2017.

⁶⁵ Art. 2, inciso III, da ICVM nº 588/2017.

A partir desse momento, as sociedades anônimas – o modelo societário que melhor se adapta à distribuição pública de valores mobiliários de títulos de participação, criada com essa finalidade (capital aberto) – podem também se beneficiar desse instituto, facilitando a sua administração e gestão.

Limita-se, contudo, ao conceito de pequenas empresas, o que condiz com a sua finalidade. A CVM, nesse sentido, definiu requisitos para enquadrar empresas ao conceito de pequeno porte, e, obviamente, excluiu àquelas que já participaram do complexo e custoso processo de registro de valores mobiliários, haja vista que já podem utilizar de um mercado maior e demonstram já ter capacidade e estrutura para isso. Em outras palavras, reserva o mercado de crowdfunding de investimentos aos pequenos empresários, que dependem de suas concessões.

Ainda, quanto ao emissor, com a finalidade de conter os riscos atinentes aos investimentos, a CVM limitou a captação máxima por emissor de R\$ 5 milhões por ano, podendo ser captado em uma ou mais ofertas durante o ano, respeitando o prazo máximo de 180 dias por oferta e o tempo de espera de 120 dias após o encerramento da última oferta para a emissão de uma nova. (Art. 3)

As ofertas obedecem ainda a alguns requisitos necessários formulados pela CVM como forma de proteger o investidor e permitir que ele possa fazer uma escolha consciente de seu investimento, trata-se das “informações essenciais sobre a oferta” exigidas no artigo 8º e outros dessa Instrução (anexo 8).

Neste bojo devem conter informações sobre a sociedade de pequeno porte (desde seu nome, CNPJ, setor de atuação, até o patrimônio da sociedade e a identificação de seus principais controladores); sobre o plano de negócios (incluindo seu objetivo, os principais produtos ou serviços oferecidos, o faturamento mensal e anual estimado, a destinação dos recursos capitados e outras informações relevantes previstas na Instrução); sobre o valor mobiliário ofertado (neste ponto cabe a análise dos termos descritos no anexo 8, que dizem respeito à quantidade, valor, tipo etc.⁶⁶).

⁶⁶ *Informações necessárias consoante anexo 8 da ICVM 588. a) tipo, quantidade ofertada, preço unitário e prazo de captação com as respectivas datas de início e encerramento; b) valor total da oferta, indicando, se for o caso, a possibilidade de distribuição parcial caso seja atingido o valor mínimo de captação; c) esclarecimento se o valor mobiliário ofertado: 1. confere ao portador direito de crédito perante a sociedade empresária de pequeno porte e as condições de remuneração; 2. é título representativo de dívida conversível em participação; 3. confere participação no capital; 4. confere direito de voto e, especialmente, se há quaisquer restrições a este direito; e 5. é passível de livre cessão ou transferência, ou quais são as limitações a estes direitos; d) em relação ao item 3 da alínea (c) da seção 3, qual o é percentual correspondente ao capital da sociedade empresária sendo ofertado na data do início da oferta; e) em relação ao item 2 da alínea (c) da seção 3, as condições em*

Ainda, devem haver informações sobre o sindicato de investimento participativo, se houver (que será explicado em seguida); sobre a contínua prestação de informações após a oferta (a periodicidade que ocorrerá e quais informações serão prestadas, como desempenho e finanças); sobre alerta dos riscos do investimento (como por exemplo, a possibilidade de perda total do capital investido, eventual existência de outros títulos ou ofertas privadas, a existência de um direito de desistência dentro do prazo previsto, a desobrigação da sociedade em se tornar uma S.A., a possível responsabilidade do sócio ou acionista nas esferas trabalhistas, previdenciária e tributária, a responsabilidade de se guardar a escritura do valor mobiliário adquirido e escriturado, a inexistência de mercado secundário regulamentado, dentre outras), sobre conflito de interesses com a plataforma; sobre a remuneração da plataforma; sobre a tributação aplicável; e por fim, algumas advertências sobre a dispensa de registro, ausência de análise pela CVM e a necessidade de ler atentamente a seção de alerta de riscos.

Outro fator relevante refere-se à necessidade de todas as ofertas serem realizadas única e exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo. Essa plataforma deve ter sido constituída no Brasil, e ser registrada na CVM “*com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades de pequeno porte*”⁶⁷ exatamente nos termos das ofertas do crowdfunding de investimentos.

Para se obter o registro da plataforma perante a CVM a plataforma deve: possuir um capital social integralizado mínimo de R\$ 100.000,00; contar com procedimentos internos e sistema de tecnologia da informação apropriados para a realização da atividade desenvolvida⁶⁸, e obter uma política de conduta aplicável aos seus sócios, administradores e funcionários.

que se dará a conversão e o método de avaliação da sociedade empresária de pequeno porte para fins de determinação do preço e da quantidade do valor mobiliário de participação a ser emitido por ocasião da conversão; f) em relação aos itens 2 e 3 da alínea (c) da seção 3, a eventual existência de obrigação de adesão a acordo de sócios ou acionistas, quando da aquisição ou conversão do título de participação, juntamente com os principais direitos e obrigações advindos desse acordo, em especial no que tange a limitações ao direito de voto dos sócios; e g) em relação ao item 2 da alínea (c) da seção 3, quais os direitos políticos e patrimoniais no sociedade empresária de pequeno porte serão conferidos pelas ações a serem entregues ao investidor por ocasião da conversão.

⁶⁷ Art. 2, inciso II, da ICVM nº 588/2017.

⁶⁸ Art. 13 da ICVM nº 588/2017. *Para fins de obtenção e manutenção de registro na CVM como plataforma eletrônica de investimento participativo, o requerente deve ser pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil, e registrada no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ. § 1º A plataforma deve atender aos seguintes requisitos: I – dispor de capital social integralizado mínimo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais); II – dispor de procedimentos e sistemas de tecnologia da informação adequados e passíveis de verificação para: a) efetuar a identificação do investidor e da sua qualificação, nos termos do art. 4º, incluindo a guarda das declarações dos investidores; b) efetuar o registro da participação do investidor na oferta nos termos do art.*

O que se percebe na realidade é que a autarquia passou grande parte da sua função de fiscalizar o mercado de crowdfunding de investimentos às plataformas eletrônicas – sem prejuízo das atividades da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE –, que segundo o artigo 19 da ICVM nº588, devem “*tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão*” para assegurar que essa Instrução seja observada pelos investidores e pelos emissores. Enquanto a plataforma fiscaliza as obrigações de seus atores, a CVM fiscaliza a atuação das plataformas, tornando esse sistema, ainda, relativamente inseguro aos investidores.

Todavia, nesse aspecto, a CVM se preocupou em ser mais eficaz em sua proteção aos investidores, limitando sua aplicação anual ao valor de R\$ 10.000,00 na modalidade crowdfunding. Contudo, essa limitação não se aplica aos investidores líderes ou qualificados, ou ainda àqueles “*cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais)*”, já que nesses casos o limite anual pode ser de até 10% do maior destes dois valores por ano-calendário, conforme disposição do artigo 4º.

Segundo o artigo 12 da Resolução 30/2021, é considerado investidor qualificado: (i) o investidor profissional; (ii) os indivíduos ou empresas com investimentos acima de R\$ 1.000.000,00 e que, por meio de documento formal, declarem sua condição de investidor qualificado; (iii) as pessoas que tenham sido aprovadas em exame de qualificação técnica ou que possuam algum certificado aprovado pela CVM como requisito para registro de assessores de investimento, gestores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários, quando se trata de seus próprios recursos, ou por fim, (iv) clubes de investimento quando tem carteira gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados.

É considerado investidor líder a pessoa “*com comprovada experiência de investimento nos termos do art. 35, § 2º e autorizada a liderar sindicato de investimento*

19, III; c) obter e garantir a guarda do termo de ciência de risco firmado pelo investidor nos termos do art. 19, IV; d) operar os fóruns eletrônicos de discussão exigidos pelo art. 19, VI, com a respectiva identificação de remetente e guarda de todas as mensagens; e) divulgar as informações aos investidores requeridas por esta Instrução; f) atender reclamações dos investidores, nos termos do art. 19, XI; e g) assegurar que os investimentos realizados por meio da plataforma sejam efetuados de forma segregada, de modo que não se comuniquem com o patrimônio: 1. da plataforma; 2. de seus sócios, administradores e pessoas ligadas; 3. de empresas controladas pela plataforma ou por seus sócios, administradores e pessoas ligadas; 4. do investidor líder; 5. dos sócios, administradores e pessoas vinculadas ao investidor líder, se este for pessoa jurídica; 6. de empresas controladas pelo investidor líder ou por seus sócios, administradores e pessoas vinculadas, se este for pessoa jurídica; e 7. da sociedade empresária de pequeno porte até o encerramento da oferta que alcance o valor alvo mínimo de captação; III – elaborar um código de conduta aplicável a seus sócios, administradores e funcionários que contemple: a) os possíveis conflitos de interesse e os termos de participação nas ofertas realizadas pela plataforma; b) a aderência à legislação e à regulamentação aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários; e c) as regras, procedimentos e controles internos que permitam a identificação, análise e mitigação dos riscos e práticas dos crimes de lavagem ou ocultação de bens, direitos e valores e financiamento ao terrorismo.

participativo.”⁶⁹. Cabe ressaltar aqui que o papel do investidor líder tem grande importância dentro do mercado de crowdfunding, tanto é que possui uma seção específica à sua atuação na referida Instrução. Com comprovada experiência financeira e no mercado de investimentos, esse investidor tem o objetivo de reduzir a discrepância de informações entre os investidores e os emissores, haja vista que os segundos possuem toda a vantagem e controle das informações relevantes.

Os investidores líderes podem atuar em prol da sociedade empresária auxiliando na captação de investidores por meio de seus conhecimentos, experiência e rol de relacionamento. Ou ainda, atuar como mediador entre o emissor e o sindicato de investimento participativo, sempre de acordo com os interesses dos investidores membros do sindicato.

A Instrução permite a constituição de sindicatos de investimento participativo, conforme disposto no artigo 32 e seguintes, que consiste no agrupamento de investidores apoiadores à um investidor líder com a finalidade de investir em ofertas públicas de valores mobiliários dispensadas de registro.

Esses sindicatos podem utilizar-se de um “veículo” ou agir de maneira individualizada, na qual cada um investe individualmente na oferta. De todo modo, o investidor líder, que possui a experiência e o conhecimento, é quem orienta os trabalhos do sindicato como uma maneira de trazer segurança aos investidores apoiadores. Por esse serviço ele recebe o que se chama de taxa de desempenho, paga pelos investidores apoiadores, pela plataforma, e por vezes até mesmo pela sociedade de pequeno porte.

Além disso, as plataformas têm a obrigação de manter um fórum de discussões online para cada oferta com acesso restrito aos investidores daquela com o objetivo de permitir a comunicação a respeito da sociedade de pequeno porte e do investimento, para que os investidores possam manifestar suas opiniões e conhecimentos. (artigo 19, VI). Outra forma de proteção aos investidores diz respeito ao direito de arrependimento, o qual permite que o investidor desista do investimento que realizou dentro do prazo de 7 dias contados a partir da confirmação do investimento, podendo obter o retorno do valor aportado isento de multas ou penalidades (artigo 3, III).

Dessa forma, tem-se que a plataforma eletrônica de investimentos organiza, administra e fiscaliza as atividades de crowdfunding de investimentos que ocorrem em seu site. Os emissores realizam contratos com as plataformas, nas quais se obrigam a cumprir o disposto na legislação, sempre com o intuito de evitar fraudes e proteger os investidores. A

⁶⁹ Art. 2, inciso VI, da ICVM nº 588/2017.

distribuição é emitida com a especificação de alvo mínimo e máximo, sendo o mínimo igual ou superior à 2/3 do máximo. Disponibilizadas as informações essenciais sobre o tipo de ativo, sobre a sociedade e o projeto, e avisos relevantes etc., os investidores decidem se vão aderir àquele investimento.

Caso findo o prazo de 180 dias e a oferta não tenha atingido o alvo mínimo, considera-se que a oferta não obteve sucesso e nesse caso os valores retornam aos investidores. Caso contrário, quando o alvo mínimo é atingido, os valores são encaminhados à sociedade de pequeno porte dando continuidade nos procedimentos de escrituração dos valores mobiliários.

O que se pode perceber é que a ICVM 588 foi essencial para o desenvolvimento do crowdfunding de investimentos no mercado brasileiro. Ela regulou esse modelo de investimentos mais “livre” de maneira segura e com cautela, o que possibilitou o desenvolvimento de um instituto jurídico sólido sob boa orientação. Não se pode negar que a ICVM 588 foi um sucesso, haja vista que ao final de 2021, já havia 56 plataformas de investimento participativo cadastradas perante a CVM com captação de R\$ 188 milhões por meio do crowdfunding de investimentos naquele ano.⁷⁰

Assim como essa modalidade de investimentos ganhou força rapidamente e viu seu desenvolvimento crescer de forma exponencial, veio com essas experiências também a necessidade de algumas alterações. Por essa razão a CVM lançou o Edital de Audiência Pública SDM nº 20/2020, em março de 2020, com o intuito de revisar a ICVM 588, visando principalmente a expansão de diversos limites.

Dessa maneira, foi editada a Resolução CVM nº 88/2022, em 27 de abril de 2022, que revogou a ICVM 588/2017, entrando em vigência em 01 de julho daquele mesmo ano.

4.3 REGULAMENTADO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº 88/2022

A Resolução CVM 88/2022 permanece com o mesmo intuito da ICVM 588/2017, regular o mercado de valores mobiliários com dispensa de registro ofertado por sociedades empresárias de pequeno porte por plataformas eletrônicas de investimento participativo, resumindo, a ICVM 88/2022 regula o crowdfunding de investimentos no Brasil, hoje.

⁷⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Número de investidores em crowdfunding cresce 139% em um ano. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2022/numero-de-investidores-em-crowdfunding-cresce-139-em-um-ano>. Acesso em: 16 nov. 2024.

Considerando que a normativa principal e o procedimento para a distribuição dos valores mobiliários por meio do crowdfunding não se alterou substancialmente, apresentam-se as principais mudanças trazidas pela nova Instrução normativa ao regime, em relação à anterior.

Com relação as plataformas, essas agora precisam de um capital social mínimo de R\$ 200.000,00 e não mais R\$ 100.000,00 para se registrar perante a CVM. Além disso, a partir dessa Instrução, a plataforma que atingir o valor de R\$ 30.000.000,00 em captações dentro de um exercício social, é obrigada a contratar profissionais qualificados para realizar a atividade de *compliance* para controle interno. Essas duas alterações vieram com o intuito de elevar o patamar das plataformas e conferir maior profissionalismo ao serviço prestado e a administração, especialmente considerando que essa regulamentação também ampliou outros limites.

Para os emissores as alterações foram positivas: o valor máximo de captação triplicou, passando de R\$ 5.000.000,00 para R\$ 15.000.000,00 por exercício. O limite máximo da receita bruta anual da sociedade empresária para ser considerada de pequeno porte agora não mais é R\$ 10.000.000,00, mas sim R\$ 40.000.000,00, permitindo que uma maior quantidade de empresas possa se beneficiar dessa modalidade de investimentos. Ou ainda, R\$ 80.000.000,00 quando a sociedade empresária é controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimentos, de maneira que a somatória da receita bruta anual de todas as entidades não pode superar esse valor. Essa alteração aumentou o nicho de emissores que esse mercado de capitais pode ter, de forma a alavancar seu crescimento e dar chance a novas empresas se financiarem por meio do crowdfunding.

Outrossim, os lotes adicionais das ofertas públicas pela mesma emissora permitem a captação de 25% do valor alvo máximo, respeitando o limite anual de captação. Sem contar que agora as sociedades empresárias de pequeno porte podem utilizar material publicitário de suas distribuições de valores mobiliários, não somente nas plataformas, mas também em qualquer outro veículo de comunicação ou mídias sociais.

Por outro lado, algumas modificações vieram para proteger o mercado financeiro de fraudes ou má administração da empresa, e conseqüentemente para proteger os investidores: quando uma sociedade emissora atingir receita bruta anual de R\$ 10.000.000,00 ou quando a oferta pública objetivar a captação de mais de R\$ 10.000.000,00 torna-se obrigatória a realização de auditorias de demonstrações financeiras das emissoras.

Além disso, a sociedade que recebe os recursos captados não pode utilizá-los para adquirir participação minoritária em outras sociedades, nem conceder crédito a outras

sociedades. Já com relação a proteção dos investidores, exige-se que todos os valores mobiliários ofertados sejam escriturados ou por instituição escrituradora registrada na CVM, ou pelo controle de titularidade das participações societárias, pelas próprias plataformas. Nesse último caso, é necessário que a plataforma possua processos e sistemas informatizados adequados e siga as ordens específicas na Instrução, sempre enviando à emissora as atualizações (sendo que só pode prestar tais serviços às emissoras de sua própria plataforma).

O montante máximo permitido por investidor aumentou de R\$10.000,00 para R\$ 20.000,00, assim como a exceção ao investidor com renda bruta anual ou total dos valores investidos seja superior, não mais a R\$ 100.000,00, mas a R\$ 200.000,00, não podendo superar 10% desse total, qualquer que seja o maior entre os dois. Ademais, o prazo mínimo de desistência do investimento foi alterado de 7 para 5 dias contados a partir da confirmação do investimento, que pode ocorrer pela efetiva transferência dos recursos ou pela assinatura do contrato de investimentos.

Por fim, uma grande inovação trata-se da tentativa de abertura de algo similar a um mercado secundário. A resolução possibilitou a distribuição secundária dos ativos dos sócios já integrantes do capital social da emissora na realização da oferta pública na plataforma, com algumas limitações: o montante da distribuição secundária não pode ultrapassar 20% do valor alvo máximo da oferta, e o controlador ou grupo de controle não pode alienar participação maior que 20% dos títulos de sua propriedade e, que o percentual alienado não ocasione a perda de controle.

Observa-se que o intuito dessa modificação é trazer uma certa liquidez aos sócios da sociedade empresária durante a realização da oferta, contudo, com as limitações impostas, dificulta um pouco a eficácia de sua finalidade.

Ademais, a CVM permitiu que as plataformas facilitem a revenda de certos valores mobiliários comprados pelos investidores, depois de finalizada a oferta pública. Denominam-se distribuições subsequentes, que operam de forma semelhante a um mercado secundário.

Se a emissora permitir, e continuar a disponibilizar os dados jurídicos e financeiros, como se a oferta ainda estivesse aberta, a plataforma pode auxiliar nas transações entre os investidores com cadastro ativo e aqueles que são os titulares dos ativos da sociedade, com a limitação de que os investidores líderes e os controladores não possam alienar percentual maior de 5% de sua participação.⁷¹

⁷¹ LESSA, Mariana; BAPTISTA, Nathália Rosal. **Resolução CVM nº 88/2022: Uma Análise Crítica.** In: NETO, Carlos Martins; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale (Coord). *Crowdfunding de Investimentos e*

Se concretizada a transação subsequente, os valores transacionados não chegam à sociedade empresária, somente ao titular dos ativos que dela se desprende, exatamente como ocorre no mercado secundário.

Todavia, nos termos do §1º, do artigo 15º da RCV 88/22⁷², as plataformas não podem constituir mercados secundários regulamentados de valores mobiliários.

Assim, por enquanto, pode-se afirmar que não existe um mercado secundário regulamentado nas plataformas de crowdfunding de investimentos, mas nada impede que no futuro a CVM venha a permitir que as plataformas assumam essa responsabilidade. A autarquia já afirmou que “o aumento dos limites deve ser gradual para assegurar o crescimento sustentável desse segmento de mercado”⁷³

Com relação as penalidades por descumprimento do disposto nesta resolução, além das civis e criminais que caracterizam ato ilícito, verifica-se. O artigo 50 considera que o descumprimento da maioria das obrigações das plataformas e emissores é considerado como infração grave⁷⁴ para os efeitos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76⁷⁵.

Financiamento de Startups: Atualizado de Acordo com a Resolução CVM nº 88/2022. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 203.

⁷² §1º do Art. 15 da RCV 88/2022. A autorização prevista no caput não permite a constituição e administração de mercados regulamentados de valores mobiliários, nos termos da regulamentação que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado, restando vedados: I – a disponibilização de sistema centralizado e multilateral de negociação para encontro e interação de ofertas de compra e venda de valores mobiliários e formação de preço; II – existência de sistema ou ambiente para o registro de operações previamente cursadas; III – execução de negócios tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda; e IV – a intervenção, na qualidade de intermediário, de integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

⁷³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM 02/2020. 27 abr. 2022. p.6 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0220.html . Acesso em: 09 nov. 2024.

⁷⁴ Art. 50 da RCV 88/2022. Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a não observância do disposto nos arts. 3º a 5º, 8º, 10, 11, 12, 15, §§ 1º a 4º, 16, 17, 18, 25, 26, 34, 36 a 39, 44, 45 e 47 a 49 desta Resolução.

⁷⁵ Art. 11, §3º da Lei nº 6.385/76. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: I - advertência; II - multa; III – revogado IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. § 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência.

Logo, são penalidades previstas em razão do descumprimento dos artigos identificados no artigo 50 da RCVM 88/2022, as previstas no §3º do artigo 11 daquela lei: como a advertência, multa, inabilitação temporária de até 20 anos, suspensão da autorização ou registro etc.

Por fim, insta destacar o avanço do mercado de crowdfunding de investimentos desde a vigência desta resolução. Com base nos dados retirados do Boletim Econômico do segundo trimestre de 2024, emitido pela própria autarquia, em 2022 o crowdfunding de investimentos contava com 57 plataformas registradas na CVM. Em 2024 esse número subiu para 79 plataformas, conforme FIGURA 01:

FIGURA 01 – MERCADO REGULADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.1. Contagem de regulados*	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Investidores Não Residentes	18.244	18.705	19.220	19.282	19.566	19.745
Fundos de Investimento	19.427	22.295	26.445	29.072	31.118	31.688
Administradores de carteira	3.560	3.786	4.185	4.557	4.864	5.018
Pessoas Físicas	2.603	2.774	3.036	3.294	3.508	3.630
Pessoas Jurídicas	957	1.012	1.149	1.263	1.356	1.388
Analistas de Valores Mobiliários	698	923	1.269	1.412	1.390	1.305
Pessoas Físicas	629	840	1.161	1.283	1.255	1.173
Pessoas Jurídicas	69	83	108	129	135	132
Consultores de Valores Mobiliários	694	790	1.018	1.329	1.658	1.907
Pessoas Físicas	547	632	815	1.076	1.354	1.549
Pessoas Jurídicas	147	158	203	253	304	358
Coordenador de Ofertas de Valores Mobiliários	-	-	-	-	79	91
Intermediários de Valores Mobiliários	255	255	259	260	267	265
Assessores de Investimento	10.798	13.431	18.141	23.294	26.183	26.901
Pessoas Físicas	9.608	12.275	16.969	22.033	24.921	25.535
Pessoas Jurídicas	1.190	1.156	1.172	1.261	1.262	1.366
Custodiantes de Valores Mobiliários	146	146	156	155	159	161
Escrituradores de Valores Mobiliários	61	63	72	74	82	82
Administradoras de mercado organizado	1	3	3	4	4	4
Depositárias Centrais	1	1	2	2	2	2
Plataformas Eletrônicas Crowdfunding	26	32	54	57	72	79
Companhias abertas, estrangeiras e incentivadas (registro ativo)	656	675	765	745	738	730
Companhias securitizadoras	-	-	-	79	87	87
Auditores Independentes	359	354	346	349	351	349
Agências de Rating	7	6	6	7	7	7
TOTAL (*Estimativas)	54.933	61.465	71.941	80.678	86.627	88.421

FONTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) (2024).⁷⁶

E com relação ao capital movimentado no crowdfunding, esse mesmo boletim destacou o crescimento nesse setor, que em 2024 já superou o obtido em 2022 e 2023 somados (R\$ 466 milhões), foram R\$ 542 milhões emitidos via ofertas nas plataformas em 2024⁷⁷.

⁷⁶ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Boletim Econômico. Ano 12, vol. 102, 2º Trimestre de 2024. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_102.pdf. Acesso em: 20 nov. 2024. p. 6. (grifo nosso)

⁷⁷ *Ibit.*, p. 5.

5 O CROWDFUNDING DE INVESTIMENTOS NO MERCADO INTERNACIONAL E AS PRÁTICAS DE *PRIVATE ORDERING*⁷⁸

Conforme se constata de diversos livros e materiais sobre o tema, o crowdfunding já é um fenômeno global, que vem crescendo de forma exponencial⁷⁹, e em qualquer lugar do globo conta com alguns aspectos em comum, como a estrutura triangular caracterizada pela existência de três personagens: “*the “contributor” providing funding; the “project leader” applying for funding; and the “crowdfunding platform”, linking the contributor and the project leader.*”⁸⁰

Outro aspecto comum a todas as jurisdições diz respeito às preocupações relacionadas ao crowdfunding de investimentos: quanto ao perigo de fraude e quanto à assimetria de informações entre o distribuidor de valores mobiliários e o investidor⁸¹. Há ainda quem diga que exista um terceiro “*fundamental challenges that all systems of finance must confront and overcome*”⁸².

Schwartz define os três como: (1) incerteza: a incerteza de que o negócio investido vai ter sucesso e não falir por má administração; (2) assimetria de informações: a maneira como os empreendedores sempre terão mais informações sobre o próprio negócio em comparação ao investidor; e (3) custos de agência: o perigo do empreendedor utilizar o dinheiro captado para fins pessoais e não para a finalidade do projeto ou para o objeto social da empresa.⁸³

Nesse sentido, ele exemplifica alguns problemas que podem decorrer dessas preocupações:

⁷⁸ Termo utilizado pelo autor Andrew A. Schwartz, em seu livro *Investment Crowdfunding* para se referir as práticas de autorregulamentação do mercado. Preferiu-se manter o termo original em inglês com o objetivo de não modificar o entendimento do conceito.

⁷⁹ KLEINER, Caroline (ed.). *op. cit.* p. 50-51 *A study conducted by the European Commission calculated in 2016 that the amount of global transactions involved in crowdfunding operations would increase from USD 203,337.5 million to USD 686,237.8 million, a threefold increase in 6 years! In its Policy Paper published on June 27, 2019, the International Monetary Fund (“IMF”) estimates today that the global amount of funds raised by crowdfunding platforms for corporate financing is USD 19.4 billion.*

⁸⁰ KLEINER, Caroline (ed.). *op. cit.* p. 50.

⁸¹ SILVA, Lucas Santana de Almeida; BRIGADÃO, Pedro Henrique Castello. **A Regulação do Equity Crowdfunding no Exterior: Semelhanças e Diferenças em Relação à Regulamentação Brasileira.** In: NETO, Carlos Martins; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale (Coord). *Crowdfunding de Investimentos e Financiamento de Startups: Atualizado de Acordo com a Resolução CVM nº 88/2022.* São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 184.

⁸² SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 45.

⁸³ *Obit.*, p. 45.

Fraud, for example, is one type of information asymmetry. Similarly, the likelihood of business failure is an aspect of uncertainty. And a high salary for the entrepreneur is a species of agency costs.⁸⁴

Existem, basicamente, duas maneiras de minimizar essas preocupações e, conseqüentemente, seus efeitos. A primeira é por meio de regulamentação específica e fiscalização de um órgão regulador; a segunda, através do que o autor Schwartz denomina como *private ordering*, entendido como práticas realizadas pelos três personagens acima identificados, capazes de controlar o mercado e prevenir fraudes e assimetrias de informações.

Segundo o relatório geral analisado no livro *Legal Aspects of Crowdfunding*, 19 países realizaram relatórios nacionais a respeito instituto jurídico em seu território, de forma que se identificou em quais havia regulamentação específica a respeito das modalidades de crowdfunding e em quais não havia nenhuma regulamentação. Esse relatório exposto na FIGURA 02, emitido no ano de 2018 identificou o seguinte:

⁸⁴ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 46.

FIGURA 02: Relação das regulamentações das modalidades de crowdfunding em jurisdições específicas.

Table 1 Countries in which specific legislation on crowdfunding has been adopted (as of 31 July 2018)

		Existing legislation	Unrestricted funding (donation)	Matching financing	Loan (with or without interest)	Investments
National reports received	Germany	No				
	Argentina	Yes				X
	Australia	Yes				X
	Belgium	Yes			X	X
	Brazil	Yes				X
	Canada	Yes			X	X
	Cyprus	No				
	Spain	Yes			X (interest-bearing loan)	X
	Estonia	No				
	United States	Yes				X
	Finland	Yes			X (interest-bearing loan)	X
	France	Yes	X	X	X	X
	Greece	No			forbidden	
	Ireland	No				
	Japan	No				
	Netherlands	No				
	Poland	No				
	Singapore	No				
	Switzerland	Specific provisions				
Taiwan	No					
Excluding national reports	India ^a	No				
	Italy ^b	Yes				X
	Mexico ^c	No				
	Panama ^d	No				
	Romania ^c	Yes			X	X
	United Kingdom	Yes			X	

FONTE: Livro Legal Aspects of Crowdfunding. 2021.⁸⁵

Constata-se que, entre os países que possuem regulamentação específica para o crowdfunding, a maioria dedica-se à normatização do crowdfunding de investimentos. Tal fato se justifica em razão de que essa modalidade, conforme exposto no capítulo 2, envolve a

⁸⁵ KLEINER, Caroline (ed.). *op. cit.* p. 54.

emissão de valores mobiliários, uma atividade que, usualmente, está sob a regulamentação de um órgão específico dentro das respectivas jurisdições.

Ao analisar exclusivamente o crowdfunding de investimentos, verifica-se a existência de países que não dispõem de regulamentação específica para essa atividade. Conforme aponta Schwartz, há dois modelos predominantes para abordar esse instituto em âmbito global: o primeiro denominado *Standart Model* (Modelo Padrão), caracteriza-se pela presença de regulamentação específica; e o segundo, denominado de *Liberal Model* (Modelo Liberal), apoia-se, majoritariamente no que ele chama de *private ordering*, um mecanismo de autorregulamentação do mercado.⁸⁶

Enquanto o Modelo Padrão requer uma lei promovida por alguma autoridade governamental, o Modelo Liberal permite que as plataformas e as sociedades de pequeno porte, decidam o formato e o tipo de informações que serão apresentadas, a depender da demanda de mercado. No âmbito do Modelo Padrão, incluem-se países como os Estados Unidos, Austrália, Canadá, e a União Europeia — sendo esta última representada não pelos Estados-Membros individualmente, mas pela regulamentação estabelecida pela própria entidade supranacional. Por outro lado, o Modelo Liberal é exemplificado, sobretudo, pela Nova Zelândia e pelo Reino Unido.⁸⁷

Dois dos maiores mercados de crowdfunding encontram-se nos Estados Unidos da América e no Reino Unido, que, curiosamente contam com sistemas contrapostos. Outrossim, é sobre essas duas jurisdições que a maioria dos estudos sobre o crowdfunding concentra seu campo de análise. Em razão disso, o trabalho de comparação entre os modelos se debruçará principalmente entre elas e o Brasil.

Em um primeiro momento, faz-se necessário introduzir como é regulado o crowdfunding de investimentos nessas jurisdições. Os Estados Unidos, por exemplo, contam com uma autarquia governamental parecida ao que seria a CVM no Brasil, trata-se da SEC - Securities and Exchange Commission. Em meados dos anos 2000, quando o crowdfunding foi concebido nos EUA, existia a Securities Act de 1933, que vedava completamente qualquer forma de emissão e valores mobiliários sem o registro perante a SEC.

Dessa forma, em 2012, foi promulgada a chamada “JOBS Act” (Jumpstart Our Business Startups Act), visando à regulamentação específica do mercado de crowdfunding. Posteriormente, no final de 2015, a SEC estabeleceu regras e regulamentos que permitiram a

⁸⁶ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 143-146.

⁸⁷ *Obit.*, p.5.

efetiva inauguração desse mercado em meados de 2016, com as chamadas Regulation Crowdfunding.

Por outro lado, tem-se o Reino Unido, optante do Modelo Liberal, que também possui uma autoridade responsável pelo mercado financeiro de capitais, chamado de Financial Conduct Authority – FCA. O início das atividades remonta ao ano de 2010, logo após a grande crise que assolou 2007-2009, quando surgiram algumas plataformas, como a “Crowdclub”⁸⁸ e a “Seedrs”⁸⁹, que se utilizaram das lacunas de leis já existentes para se instalarem no Reino Unido.

Segundo a legislação inglesa, somente pessoas autorizadas podem realizar promoções financeiras e organizar ofertas de investimentos, assim a FCA concedeu autorizações individuais a cada uma das plataformas para o mercado específico do crowdfunding. Igualmente, a emissão de ofertas públicas no regime inglês também passa por um processo caro e complexo, similar ao americano e brasileiro quando da IPO – *Initial Public Offering*, felizmente o Reino Unido já contava com uma isenção quando a oferta não ultrapassasse o valor de €8 milhões. Logo, as plataformas limitaram a captação das empresas ao valor de €8 milhões, ficando isentas do procedimento comum.

Além disso, a legislação inglesa não permite a oferta pública de valores mobiliários por empresas privadas, o que fez com que as plataformas permitissem a oferta somente aos membros cadastrados na plataforma (pela simples realização de um login), tornando-a oferta privada.

Por algum tempo, o mercado de crowdfunding inglês funcionou dessa maneira. Todavia, algumas inseguranças por parte dos investidores e das próprias empresas levaram a FCA criar a PS14/4, uma regulamentação específica ao mercado de crowdfunding. A PS14/4 delimitou uma estrutura particular e afirmou que o crowdfunding seria regido pelos princípios gerais da lei de valores mobiliários do Reino Unido - Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA). Ou, seja, a regulamentação inglesa é majoritariamente baseada em princípios e não em comandos específicos, o que permite que o mercado se ajuste principalmente pela atuação do *private ordering*.

Dessarte, torna-se interessante fazer uma análise comparada a respeito da legislação brasileira, em relação à atividade de *private ordering* dos modelos liberais, que podem

⁸⁸ Plataforma disponível em: <https://www.crowdcube.com/>

⁸⁹ Plataforma disponível em: <https://europe.republic.com/>

também serem utilizados por jurisdições do modelo padrão, em comparação aos EUA, um dos países líderes sobre a modalidade de investimentos no mercado.

Para uma análise mais precisa considerando as preocupações comuns existentes sobre a fraude, a assimetria de informações e a proteção dos investidores quanto a incerteza dos investimentos, cada personagem dessa estrutura triangular têm obrigações e responsabilidades, por vezes, também, direitos. Assim, a análise é realizada sob a perspectiva de cada um dos atores envolvidos: a plataforma, o emissor, e o investidor.

5.1 PLATAFORMA

As plataformas transcendem a mera função de intermediadoras nos mercados de crowdfunding. De fato, desempenham um papel fundamental nesse mercado considerado “desburocratizado”, uma vez que sobre elas recai uma ampla gama de responsabilidades.

Inicialmente, é essencial esclarecer o papel do *private ordering* para esse personagem. Pode-se afirmar que ele desempenha a função mais importante entre todos, pois assume papel de *gatekeeper*⁹⁰. As plataformas desempenham a função de filtrar as sociedades emissoras que realizarão ofertas em seus ambientes, por meio de *due diligences* conduzidas por elas próprias. Esse processo de filtragem tem como objetivo principal impedir que sociedades empresárias fraudulentas ou que forneçam informações inverossímeis realizem a distribuição de seus ativos, evitando, assim, potenciais prejuízos aos investidores.

Há quem diga que as plataformas não têm *skin in the game* para realizar essa filtragem de maneira eficiente, ou sequer o ânimo de realizá-las, haja vista que a retribuição da plataforma ocorre independente da oferta ser fraudulenta ou da empresa falir e não gerar lucros aos investidores.⁹¹

Ocorre que, o próprio mercado financeiro, principalmente dos países que utilizam o Modelo Liberal de regulamentação, sem qualquer obrigação específica de *due diligence* pelas plataformas, detém suas próprias regras de filtragem para emissores, que contam com sistemas completos e eficientes.⁹² Atualmente, trata-se de um dos maiores mercados de crowdfunding de investimentos.

⁹⁰ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 61.

⁹¹ CUMMING, Douglas; HORNUF, Lars (eds.). **The Economics of Crowdfunding: Startups, Portals, and Investor Behavior**. Cham: Palgrave Macmillan, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3>. Acesso em: nov. 2024. p. 2.

⁹² SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 66.

A justificativa é a lógica. As plataformas pretendem manter sua atuação como intermediadoras das ofertas. Contudo, assim que os investidores de uma certa plataforma perceberem um alto índice de fraude ou fracasso das sociedades emissoras, essa plataforma vai acabar perdendo seus investidores e conseqüentemente, seu lucro.

No Modelo Padrão, utilizado pela União Europeia, EUA e Brasil, as plataformas possuem obrigações e responsabilidades especificamente dispostas na regulamentação para verificar a veracidade das informações prestadas pelos emissores. Isso porque, diferentemente do que ocorre com as ofertas públicas usuais, essas não passam pela CVM. Nenhum documento ou informação a respeito da sociedade distribuidora ou do próprio valor mobiliário chegam ao conhecimento da autarquia antes da distribuição. Em outras palavras, toda a análise recai sob a plataforma.

No Brasil, o artigo 26 da RCVM 88/2022 responsabiliza as plataformas por falta de diligência ou omissão em suas obrigações, assim como seus administradores, que dentro das suas competências “*têm o dever de zelar pelo cumprimento das obrigações impostas à plataforma por esta Resolução.*” (artigo 39).

Assim, são algumas das responsabilidades das plataformas segundo a RCVM 88/2022, com a finalidade de proteção ao investidor e diligência contra fraude:

- Manutenção da transparência: Devem informar diariamente o montante total de investimentos confirmados, permitindo a comparação com os valores-alvo mínimo e máximo da captação (art. 5, II).
- Proteção contra fraudes: Os valores aportados são destinados a uma conta específica, separada das plataformas, administradores ou sociedades emissoras. Os recursos só são liberados após a oferta atingir o alvo mínimo; caso contrário, retornam aos investidores em até 7 dias (art. 5, V).
- Fiscalização do mercado: Podem suspender ou cancelar ofertas em caso de suspeita ou verificação de irregularidades, protegendo os investidores, sem prejuízo da fiscalização realizada pela Superintendência de Supervisão de Securitização – SSE (arts. 6, 7 e 26, V).
- Controle e proteção dos valores mobiliários: Os valores mobiliários devem ser escriturados por profissional registrado na CVM ou então a plataforma deve realizar esse serviço de controle de titularidade (Cap. 4).
- Verificação de emissores (*Gatekeeper*): Devem assegurar a veracidade e legalidade dos emissores e dos valores mobiliários ofertados (art. 26).

- Proteção aos investidores de varejo: É obrigatório disponibilizar material educativo sobre os riscos e responsabilidades do investimento, incluindo informações sobre a iliquidez, mortalidade das empresas de pequeno porte e dificuldade de recuperação do valor investido. Devem também manter fóruns eletrônicos de discussão sobre as ofertas (art. 33).
- Termo de ciência de risco: A concretização do investimento depende da assinatura de um termo de adesão e ciência de riscos por parte do investidor (art. 5, I).
- Vedações às plataformas: São proibidas de: realizar ofertas ou distribuições de ativos fora da plataforma; buscar subscritores por outros meios; prometer rendimentos ou oferecer orientações específicas a investidores; atuar como agente de investimentos ou regulador de mercado; realizar atividades de intermediação secundária; deter mais de 20% da sociedade emissora, salvo quando a emissora for uma sociedade de pequeno porte (art. 36).
- Registro perante a CVM: as plataformas só podem atuar como intermediadoras do mercado de crowdfunding se a CVM as registrar, mediante requerimento e cumprimento dos requisitos necessários (cap. VI)

Da maneira semelhante, as plataformas americanas devem ser registradas perante a SEC e perante a FINRA - Financial Industry Regulatory Authority, autoridade que efetivamente verifica a capacidade de registro que a plataforma pleiteia.⁹³ Além disso, as plataformas também têm o dever de: (i) atuar como *gatekeepers* (Reg CF), 17 CFR §227.301; (ii) divulgar as informações essenciais das sociedades emissoras, expressamente previstas na resolução (Reg CF), 17 CFR §227.201; e (iii) apresentar material educacional explicando os procedimentos do investimento e seus riscos (Reg CF), 17 CFR §227.302.

Outrossim, a legislação americana obriga as plataformas a disponibilizarem um questionário que comprova os ciência dos riscos do investimento (Reg CF), 17 CFR §227.303, e assim como no Brasil, requer das plataformas a conferência dos valores aportados por cada investidor e o respeito aos limites impostos (Reg CF), 17 CFR §227.301.

O Reino Unido, com base no Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA), já exigia o registro das plataformas de crowdfunding na autarquia antes mesmo da PS14/4.⁹⁴ Quando se trata da responsabilização por sua diligência, as plataformas inglesas também precisam identificar quando algo pode causar dano aos seus clientes e tomar as medidas

⁹³ SILVA, Lucas Santana de Almeida; BRIGADÃO, Pedro Henrique Castello. *Op. cit.*, p. 177.

⁹⁴ *Obit.*, p. 177.

razoáveis para que isso seja evitado (FCA Policy Statement 14/4), contudo a regulamentação inglesa não dispõe de uma previsão expressa.

Na realidade, a legislação apenas dispõe que sejam veiculadas informações suficientes para a tomada de decisão do investidor, possibilitando diversas interpretações. Assim, se espera que o próprio mercado se autorregule por meio do *private ordering*.⁹⁵

5.2 EMISSOR

O crowdfunding de investimentos não abre as portas para qualquer tipo de empresa se beneficiar de seu regime mais brando e econômico. No Brasil, a CVM até mesmo criou um termo específico para enquadrar as sociedades que podem utilizar esse mercado, como já mencionado, as sociedades empresárias de pequeno porte.

Esse conceito tem a finalidade de abranger as pequenas empresas e aquelas que estão em sua fase embrionária. Esse objetivo não se altera de jurisdição para jurisdição, mas os EUA e Reino Unido não apresentam regulamentos com limitações tão definidas. Enquanto o Reino Unido sequer possui algum comando relativo à matéria, os EUA não definem o tamanho da empresa por seu faturamento, mas obrigam o registro dos valores mobiliários perante a SEC quando o emissor possui ativos superiores a US\$ 25 milhões ou se os ativos “forem detidos por mais de 2000 pessoas ou mais de 500 investidores que não sejam “accredited investors””.⁹⁶

Outra limitação em comum existente nas jurisdições que comportam o crowdfunding de investimentos refere-se ao limite de captação por emissor em ano calendário. Enquanto no Brasil esse limite é de R\$ 15 milhões, com possibilidade de captação parcial de uma oferta (atingindo-se o mínimo de 2/3 do valor almejado), nos EUA é de US\$ 5 milhões (17 CFR §227.100) sem a possibilidade de distribuição parcial, e no Reino Unido de € 8 milhões (regra geral da Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) que isenta o emissor do oneroso e complexo processo com registro perante a FCA, desde que a captação esteja abaixo do referido valor).

A RCVM 88/2022 estabelece obrigações e direitos para os emissores de crowdfunding:

⁹⁵ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 73. “United Kingdom, by contrast, the law does not impose mandatory disclosure and expects that private ordering will generate voluntary disclosure”.

⁹⁶ SILVA, Lucas Santana de Almeida; BRIGADÃO, Pedro Henrique Castello. *Op. cit.*, p. 169. (CF.17 CFR §240.12g-6)

- **Transparência e informações essenciais:** Os emissores devem disponibilizar dados claros, objetivos, com linguagem moderada e adequada ao perfil dos investidores, conforme determinado pela resolução, incluindo documentos que comprovem sua validade como empresa, a natureza dos valores mobiliários ofertados e demonstrações financeiras etc.; (art. 8).
- **Controle financeiro:** Quando a captação ou a receita bruta anual ultrapassar R\$ 10 milhões, o emissor deve realizar auditoria financeira por profissional registrado na CVM (§4º do art. 8).
- **Meios de publicidade:** Os emissores podem divulgar material publicitário em outros meios de comunicação, desde que a oferta e a aquisição dos ativos sejam realizadas exclusivamente pela plataforma (art. 11).
- **Responsabilidades contratuais:** A emissora deve firmar contrato com a plataforma, comprometendo-se a cumprir as obrigações legais previstas (art. 28).
- **Responsabilidade legal:** A sociedade de pequeno porte é responsável pela veracidade e precisão das informações fornecidas (art. 40).

Observa-se que a resolução brasileira adota um caráter prescritivo ao estabelecer as responsabilidades e obrigações das emissoras, especialmente no que tange às informações a serem disponibilizadas. De modo similar, a regulamentação americana também prevê a obrigatoriedade de apresentação de dados detalhados sobre os valores mobiliários, a sociedade emissora, suas demonstrações financeiras auditadas, os riscos inerentes à oferta, entre outros aspectos (17 CFR 227.201).

Além disso, os EUA exigem a prestação de informações periódicas depois de finalizada a oferta (17 CFR § 227.202), o que não ocorre nas demais jurisdições comparadas. Em contrapartida, o Reino Unido não exige qualquer informação das sociedades empresárias, limita-se a determinar que sejam veiculadas informações “corretas, claras e que não induzam seus destinatários ao erro”⁹⁷.

Uma inovação significativa nos últimos anos diz respeito às tentativas de inclusão de um falso mercado secundário às ofertas de crowdfunding de investimentos. No Brasil, o capítulo 5 (do artigo 15 ao 17) da RCVN nº 88/2022 permitiu às emissoras as chamadas transações subsequentes, que podem ser ofertadas a todos os investidores ativos da plataforma, ou apenas àqueles que já possuem ativos dentro da empresa, e vedou as

⁹⁷ SILVA, Lucas Santana de Almeida; BRIGADÃO, Pedro Henrique Castello. *Op. cit.*, p. 172.

plataformas a “*constituição e administração de mercados regulamentados de valores mobiliários*” (artigo 15, §1).

No exterior essa tentativa de ampliar os horizontes do mercado de crowdfunding também vem acontecendo. O Reino Unido, por seu modelo liberal, não tem qualquer regulamentação que vede ou permita essa atividade secundária nesse mercado, mas o que se percebe é que as suas plataformas vêm possibilitando a revenda dos ativos no mesmo ambiente eletrônico em que são realizadas as ofertas.⁹⁸

Já nos EUA, a SEC regulamentou na Crowdfunding Regulation a possibilidade de revenda dos ativos após o período de um ano, mas essa venda é realizada a compradores específicos, como um investidor qualificado, para um membro da família ou como parte de uma oferta formal registrada (15 U.S.C. § 77d- 1.) Mesmo assim, o que se percebe, pelo menos no mercado americano e brasileiro, é que não se pode dizer que existe realmente uma liquidez dos ativos financeiros relativos a esse mercado.

Com relação às *private orderings* na função da sociedade empresária emissora reconhece-se três fenômenos:

1. Disponibilização de informações voluntárias (*Voluntary disclosure*): Esse princípio baseia-se na premissa de que empresas emissoras de valores mobiliários divulgam, de forma voluntária, informações relevantes sobre sua estrutura, projetos, documentos jurídicos, histórico, contabilidade, projeções futuras e eventuais problemas. Tal prática é essencial para atrair investidores, uma vez que, na ausência de informações claras e transparentes, não haveria interesse em investir. A falsidade ou omissão dessas informações pode acarretar responsabilidade penal por crimes de fraude e responsabilidade civil por danos. Países como Nova Zelândia e Reino Unido, que não adotam regulamentações prescritivas quanto às informações exigidas, demonstram que, mesmo sem uma imposição normativa rigorosa, os investidores permanecem satisfeitos e os casos de fraude são reduzidos⁹⁹;
2. Reputação online: A reputação das sociedades de pequeno porte e de seus administradores desempenha um papel fundamental na captação de recursos. A manutenção de uma postura transparente e ética nas informações

⁹⁸ Notícias disponíveis em: <https://observador.pt/2017/05/08/seedrs-cria-mercado-secundario-de-compra-e-venda-de-aco-es-de-empresas/> e <https://jornaleconomico.sapo.pt/noticias/seedrs-os-retornos-de-quem-investiu-em-start-ups-171823/>.

⁹⁹ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 70-75.

disponibilizadas é crucial, pois qualquer indício de fraude ou má conduta, facilmente verificável nas redes sociais, pode comprometer irreversivelmente a imagem da empresa. Uma reputação manchada reduz drasticamente as chances de obter investimentos. Os chamados *brand ambassadors* (embaixadores da marca) podem rapidamente se tornar *brand assassins* (detratores da marca) caso percebam desvios de conduta, como o uso indevido de recursos ou o descumprimento dos objetivos do negócio¹⁰⁰;

3. Rastro digital (*Digital Trail*): O rastro digital, inerente à realização de ofertas de valores mobiliários pela internet, funciona como um mecanismo de dissuasão para práticas ilícitas, como fraude, estelionato e oportunismo. A possibilidade de rastreamento e comprovação de irregularidades em ambiente digital faz com que os empresários adotem maior cautela na condução de suas operações¹⁰¹.

Ou seja, esses fenômenos que ocorrem livremente no mercado, somados a regulamentação específica de algumas jurisdições, consegue equilibrar os problemas de assimetria de informações, incertezas e perigo de fraudes.

5.3 INVESTIDOR

Já sob o aspecto do investidor, o mercado financeiro se autorregula por três *private orderings*: “a sabedoria do povo”, “a sindicalização” e “o monitoramento remoto”, que podem ser assim definidas:

1. Sabedoria do povo (*Wisdom of the crowd*): Esse conceito aplica uma teoria matemática ao crowdfunding de investimentos, sugerindo que a diversidade de investidores em um mercado digital oferece diferentes perspectivas sobre uma oferta. Quando muitos investem em uma oferta, isso pode indicar sua qualidade, embora também possa refletir o efeito manada¹⁰². Interações entre investidores, como bate-papos nas plataformas, incentivam ou desincentivam ofertas, movidos pela necessidade coletiva de atingir o valor mínimo de captação para concretizar aportes¹⁰³;

¹⁰⁰ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 75-79.

¹⁰¹ *Obit.*, p. 79-81.

¹⁰² Quando a escolha ocorre sem uma razão lógica, levando ao erro.

¹⁰³ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 81-91.

2. *Sindicalização (Syndication)*: Ocorre quando um investidor líder, com experiência reconhecida, investe significativamente após conduzir análises detalhadas. Outros investidores, confiando em sua avaliação, seguem sua decisão. Esse fenômeno pode ser espontâneo ou organizado, por meio de sindicatos de investimento, com ou sem veículos de investimento. O investidor líder pode receber uma taxa de sucesso, conhecida como *carry*, pelo papel desempenhado¹⁰⁴;
3. *Monitoramento remoto (Remote monitoring)*: Após a captação, o desempenho da empresa pode ser acompanhado remotamente por meio de reuniões virtuais, relatórios ou atualizações online. Em sindicatos organizados, o mediador entre a empresa e os investidores realiza um monitoramento ativo da aplicação dos recursos¹⁰⁵.

Muitos desses fenômenos ocorrem espontaneamente no mercado. Há jurisdições, em que as Autarquias regulamentam alguns deles, como é o caso dos sindicatos de investimento ou a contratação de investidores líderes.

A preocupação com relação à proteção dos investidores é compartilhada entre as jurisdições porque: (i) qualquer pessoa pode ser um investidor no mercado de crowdfunding de investimentos, são exemplos os investidores de varejo; (ii) é um mercado de alto risco, pois não existem garantias quando se investe em empresas em seu estágio inicial, e (iii) é reduzida a disponibilidade de informação e fiscalização, haja vista que não há registro na autarquia, assim como não se pode garantir a veracidade das informações prestadas pela sociedade. Em vista disso, as jurisdições tentam mitigar grandes prejuízos limitando o valor máximo de investimento por investidor.

No Brasil, conforme já apresentado, o montante máximo permitido em um ano calendário, por investidor, é de R\$ 20.000,00, ou então 10% da renda bruta anual ou total dos valores investidos quando algum desses supera R\$ 200.000,00 (o que for maior) – excetuando-se àqueles os investidores qualificados ou líderes. Além disso, prevê outras previsões com a finalidade de proteger o investidor:

- **Direito de desistência**: O investidor possui um prazo mínimo de cinco dias para desistir do investimento, sem aplicação de multas ou penalidades (art. 3, III).

¹⁰⁴ *Obit.*, p. 92-95.

¹⁰⁵ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 95-97.

- Revogação do investimento por alteração de informações: O investidor tem o direito de revogar sua oferta em caso de alterações substanciais nas informações fornecidas pela empresa ou durante o período de suspensão da oferta (art. 8, §3º).
- Dever de consciência dos riscos e autodeclaração de qualificação: Investidores qualificados devem assinar uma declaração de sua condição, enquanto todos os investidores, ao realizar uma oferta, assinam um termo de ciência de riscos (art. 4, parágrafo único, e art. 19, §1º, c).
- Direito de *tag along*: Garante aos investidores minoritários o direito de vender suas ações ou quotas nas mesmas condições e pelo mesmo preço oferecido aos controladores, caso ocorra uma venda do controle da empresa (art. 26, I, f).
- Direito de compor sindicatos de investimentos participativos: Permite ao investidor receber orientação de líderes experientes na escolha de ofertas (art. 43). Os sindicatos podem funcionar de duas formas: (i) sem veículo - os investidores realizam aportes individuais sob a orientação do líder; (ii) com veículo - constitui-se uma pessoa jurídica, geralmente uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), que reúne os recursos dos investidores para realizar o aporte coletivo no emissor.

Nos EUA, o limite de investimento por investidor se assemelha ao critério brasileiro: 5% da receita anual ou do patrimônio do investidor quando inferior a US\$ 100.00,00 e 10% se for superior a US\$ 100.00,00 (17 CFR § 227.100(a)(2)). Além disso, a Crowdfunding Regulation também prevê direito de desistência dentro de 48 horas antes do término da oferta (17 CFR § 227.304(a)) e a possibilidade dos investidores se organizarem em sindicatos de investimento participativo (17 CFR § 227.201). Outrossim, como já informado anteriormente, exige a obrigatoriedade de envio de relatórios anuais com demonstrações financeiras e outras informações atualizadas das empresas (17 CFR § 227.202).

Já os ingleses não impõem diretamente um limite aos investidores, pois destinam as plataformas a investidores credenciados (que se equiparam aos investidores qualificados ou profissionais). Contudo, caso haja investimentos por investidores de varejo, as plataformas devem assegurar que os investidores não comprometam mais de 10% de seus ativos líquidos nessas ofertas. Permitem, igualmente às demais, a criação dos sindicatos de investimento participativo, e por força da sua lei de proteção ao consumidor, as plataformas tendem a promover o limite de 14 dias para o direito à desistência.

Nesse sentido, o estudo levantado pelo autor Schwartz em seu livro *Equity Crowdfunding*, apontou as principais divergências das jurisdições por ele analisadas, da qual explica-se o enquadramento do Brasil (FIGURA 03):

FIGURA 03 – Relação da regulamentação do crowdfunding de investimentos em jurisdições selecionadas.

	US	Australia	Canada	EU	NZ	UK
Licensed Platforms	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Mandatory Disclosure	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No
Issuer Limit	US\$5m	A\$5m	C\$1.5m	€5m	NZ\$2m	€8m
Investor Cap	5% of income/net worth per year	A\$10,000 per offer	C\$2,500 per offer	None	None	10% of investible assets per year
Securities Allowed	Any	Equity	Any	Any	Equity	Any
Cooling-Off Period	Prior to 2 days until closing	5 days	2 days	4 days	None	14 days

FONTE: Livro *Investment Crowdfunding*. 2023..¹⁰⁶

Diante do apresentado neste capítulo, para comparar o Brasil à referida tabela: o crowdfunding utiliza-se de plataformas registradas perante a autarquia; possui previsões expressas de informações essenciais que devem ser disponibilizadas pelo emissores; possui o limite de R\$ 15 milhões para o alvo máximo de captação das sociedades de pequeno porte; limita em R\$ 20 mil por exercício o valor máximo de aporte dos investidores que não se enquadram nas exceções; possibilita a emissão de qualquer tipo de valor mobiliário (títulos de dívida, participação e híbridos); impõe o direito de desistência dentro do prazo mínimo de 5 dias.

Interessante verificar, portanto, que o crowdfunding no Brasil possui muitas características semelhantes aos mercados encontrados no exterior.

¹⁰⁶ SCHWARTZ, Andrew A. *op. cit.*, p. 174.

6 CONCLUSÃO

Observa-se que apesar de o Brasil ser um país emergente, seu mercado de crowdfunding de investimentos está bem-posicionado e de acordo com o mercado internacional. Permite a possibilidade de emissão de valores mobiliários que não se limitam ao equity – como ocorre em algumas outras jurisdições – aumentando o rol de alternativas de investimentos às sociedades de pequeno porte. Nesse caso, as empresas não precisam necessariamente incluir investidores desconhecidos dentro do seu quadro societário, se preferirem, podem utilizar dos títulos de dívida, protegendo as decisões de sua sociedade.

Nesse aspecto, nota-se ainda, que a adoção do tipo societário Sociedade Anônima configura-se como o melhor modelo societário para emitir valores mobiliários, haja vista que quando se trata de S.A. de capital aberto, a sua própria estrutura comporta a fácil criação de novas ações e as diversas alternativas de participação societária. Por exemplo, nas S.A. foi possível dissociar o poder de voto da contribuição do sócio, tendo em vista a existência de ações preferenciais sem direito ao voto, ou ainda a emissão de ações com ágio, o que mitiga a diluição da participação dos acionistas fundadores.

Em razão de aspectos funcionais que vem sendo adequados ao crowdfunding de investimentos, esse mercado tende a continuar crescendo. Mesmo que seja identificado como um investimento de alto risco se comparado ao mercado de capitais tradicional, importa em uma diversificação na carteira de investimentos e possui alto potencial lucrativo quando a startup tem sucesso. Igualmente, esse instituto vem movimentando a economia e gerando novos empregos, de maneira que, até o momento, vem apresentando uma imagem um tanto positiva ao mercado de capitais.

Embora a regulamentação possua um cunho mais protetivo aos investidores, a ICVM 88/2022 não deixou de dar liberdade aos emissores por meio da ampliação do conceito de sociedade empresária de pequeno porte, ou pelo aumento de capital máximo de captação. Contudo, a maior preocupação da autarquia para com o crowdfunding de investimentos encontra-se na proteção dos investidores, principalmente aqueles que não se enquadram como investidores líderes ou profissionais. Um exemplo disso, é a implementação de algumas das *private ordering* no texto da resolução, como, por exemplo, a positivação dos sindicatos de investimento participativo, e a responsabilidade de *gatekeeper* das plataformas.

Outrossim, a exigência de informações essenciais a serem prestadas pelas sociedades emissoras, ou a necessidade de contratação de auditoria quando a empresa alcança determinado patamar de investimentos, também são tentativas de proteger o patrimônio dos

investidores. Percebe-se que a regulamentação brasileira se aproxima em vários pontos da regulamentação americana nesse sentido, pois a SEC também demonstra grande preocupação quanto a evolução desse mercado da maneira segura ao seu investidor. E a regulamentação americana é, como a brasileira, além de protetiva, extensiva em seus mandamentos, indo na verdade de encontro ao *Common Law* que lhe sustenta.

Diferentemente da regulamentação do Reino Unido, que, embora contenha instruções específicas emitidas pela FCA, é caracterizada por conceitos abrangentes e princípios gerais, a jurisdição inglesa é predominantemente regida pela aplicação dos chamados *private orderings*

Interessante observar que foi exatamente nessa jurisdição que o crowdfunding encontrou seu maior palco para um desenvolvimento rápido e, contraditoriamente, seguro. Pois, apesar do aspecto liberal que conduz a regulamentação inglesa, o Reino Unido hoje possui um dos maiores mercados de crowdfunding de investimentos.

Outro ponto de grande relevância se encontra no caminho pelo qual esse mercado vem tomando. Verifica-se que, tanto nas jurisdições que utilizam o modelo regulatório padrão, como nas jurisdições que utilizam o modelo liberal, a criação de um mercado secundário vem se tornando factual. As maiores plataformas do Reino Unido já vêm possibilitando a revenda dos ativos financeiros obtidos por meio da própria plataforma. As jurisdições americana e brasileira dispõem de regulamentações positivadas que disciplinam as possibilidades de revenda de valores mobiliários, estabelecendo limites e condições específicas previstas na legislação aplicável.

Embora existam provas visíveis de que as autarquias e o próprio mercado vêm exigindo a flexibilização da revenda dos ativos com a finalidade de dar mais liquidez aos valores mobiliários, e conseqüentemente trazer maior segurança aos investidores, o direcionamento que o crowdfunding de investimentos vem tomando, com a possível abertura de um mercado secundário — ainda que, no Brasil, a CVM tenha expressamente proibido que as plataformas atuem como reguladoras desse mercado —, revela-se, no mínimo, perigoso.

Explica-se. Diferentemente do mercado de capitais desenvolvido na Bolsa de Valores, que possui mercado primário com a finalidade de obter recursos para financiamento da atividade da empresa, realizado por meio de IPO – *Inicial Public Offering*, possui também mercado secundário, qual opera de forma independente e desvinculado de qualquer função diretamente relacionada à sociedade empresária que distribui os ativos. Isso porque, na revenda do título comprado, não há qualquer entrada de capital na empresa distribuidora, pelo contrário, tem a função de se tornar uma atividade lucrativa para o investidor, que retém integralmente o lucro obtido com a revenda dos ativos.

Logo, considerando toda a contextualização histórica e as finalidades intrínsecas ao crowdfunding de investimentos, a criação de um mercado secundário de valores mobiliários regulamentado pelas próprias plataformas parece um tanto distante. Frisa-se, o crowdfunding de investimentos é uma alternativa de mercado para o financiamento de empresas e não a abertura de um mercado de capital para investidores. A abertura de um mercado secundário não atinge o financiamento da sociedade e, na realidade, encarrega a plataforma de uma nova função da qual não detém competência.

Em verdade, nessa modalidade de investimentos, a autarquia limita-se a estabelecer a regulamentação e a exigir o registro das plataformas junto à CVM. No entanto, transfere a essas a responsabilidade integral pela conferência e pela supervisão das distribuições de ativos realizadas em seus ambientes. Em outras palavras, as plataformas de crowdfunding de investimentos operam sob um regime regulatório flexibilizado, que não se equipara ao regime aplicável às administradoras de mercados mobiliários. As exigências previstas na RCVM 88/2022 são consideravelmente menos rigorosas quando comparadas ao processo de registro para distribuição de valores mobiliários em ofertas públicas, o que torna a criação de um mercado secundário uma iniciativa potencialmente arriscada.

Hipoteticamente, caso fosse o rumo desse instituto a criação desse mercado secundário, as plataformas teriam de possuir outras obrigações e estrutura, requerer novas exigências das emissoras e conseqüentemente encarecer o mercado financeiro de crowdfunding de investimentos. O que acarretaria, em parte, a desvirtuação de sua finalidade. Igualmente, muito provavelmente as plataformas teriam de ser afuniladas em um grande “*pool*” para tornar o mercado mais eficiente e cortar gastos, gerando, por outro lado o encerramento de diversas plataformas.

Surgem, portanto, algumas reflexões que devem ser objeto de uma análise futura: 1. considerar se é a abordagem mais adequada investir tanto na regulamentação e frear a evolução natural desse mercado de capitais, face a um exemplo como o do Reino Unido, em que o próprio mercado se autorregula; e 2. verificar se a não elaboração de um mercado secundário de valores mobiliários dentro do crowdfunding de investimentos impediria a evolução desse instituto.

REFERÊNCIAS

BRADFORD, C. Steven. **Crowdfunding and the Federal Securities Laws**. Columbia Business Law Review, vol. 2012, n. 1, p. 1-150, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1916184>. Acesso em: 10 nov. 2024.

BRASIL. **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)**. Boletim Econômico. Ano 12, vol. 102, 2º Trimestre de 2024. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_102.pdf. Acesso em: 20 nov. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM 06/16.: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html. Acesso em: 12 nov. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência Pública SDM 02/2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0220.html. Acesso em: 09 nov. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 20 out. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 588, de 13 de julho de 2017. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>. Acesso em: 20 out. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n. 88, de 28 de junho de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol088.html>. Acesso em: 20 out. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n. 160, de 13 de julho de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>. Acesso em: 20 out. 2024.

BRASIL. República Federativa do Brasil. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 15 out. 2024.

BRASIL. República Federativa do Brasil. Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm. Acesso em: 15 out. 2024.

BRASIL. República Federativa do Brasil. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 15 out. 2024.

CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. **Equity crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 78, p. 47-76, out./dez. 2017.

COELHO, Caio Sasaki Godeguez. **Crowdfunding: Natureza e Regime Jurídico**. São Paulo: Almedina, 2018

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Número de investidores em crowdfunding cresce 139% em um ano**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2022/numero-de-investidores-em-crowdfunding-cresce-139-em-um-ano>. Acesso em: 16 nov. 2024.

CUMMING, Douglas; HORNUF, Lars (eds.). **The Economics of Crowdfunding: Startups, Portals, and Investor Behavior**. Cham: Palgrave Macmillan, 2018.

DOMINGUES, Paulo de Tarso. **O financiamento societário pelos sócios (e o seu reverso)**. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2022.

JORNAL ECONÓMICO. **Seedrs: os retornos de quem investiu em start-ups**. Disponível em: <https://jornaleconomico.sapo.pt/noticias/seedrs-os-retornos-de-quem-investiu-em-start-ups-171823/>. Acesso em: 16 nov. 2024.

KLEINER, Caroline (ed.). **Legal Aspects of Crowdfunding**. Cham: Springer Nature Switzerland, 2021. v. 55. (Ius Comparatum - Global Studies in Comparative Law).

LESSA, Mariana; BAPTISTA, Nathália Rosal. **Resolução CVM nº 88/2022: Uma Análise Crítica**. In: NETO, Carlos Martins; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale (Coord). Crowdfunding de Investimentos e Financiamento de Startups: Atualizado de Acordo com a Resolução CVM nº 88/2022. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 187-214.

NETO, Carlos Martins. **O Financiamento de Empresas por Meio de Equity Crowdfunding no Brasil: Passado, Presente e Futuro**. In: NETO, Carlos Martins; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale (Coord). Crowdfunding de Investimentos e Financiamento de Startups: Atualizado de Acordo com a Resolução CVM nº 88/2022. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 91-114.

OBSERVADOR. **Seedrs cria mercado secundário de compra e venda de ações de empresas**. Disponível em: <https://observador.pt/2017/05/08/seedrs-cria-mercado-secundario-de-compra-e-venda-de-aco-es-de-empresas/>. Acesso em: 16 nov. 2024.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. Manual de Corporate Finance. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2015.

SCHWARTZ, Andrew A. Investment Crowdfunding. New York: Oxford University Press, 2023.

SILVA, Lucas Santana de Almeida; BRIGADÃO, Pedro Henrique Castello. **A Regulação do Equity Crowdfunding no Exterior: Semelhanças e Diferenças em Relação à Regulamentação Brasileira**. In: NETO, Carlos Martins; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale (Coord). Crowdfunding de Investimentos e Financiamento de Startups: Atualizado de Acordo com a Resolução CVM nº 88/2022. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 151-186.