

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 16**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**janeiro / junho de 2015**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

**Editores:** Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

**Conselho Editorial:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

**Conselho Executivo:** Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Campinho, Mariana Pinto e Viviane Perez.

**Pareceristas Deste Número:** Adem Bafti (UNIVAP), Caroline da Rosa Pinheiro (UFRJ), Davi Antônio Gouvêa Costa Moreira (SEUNE), Jacques Labrunie (PUC-SP), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Milena Donato Oliva (UERJ) e Sergio Negri (UFJF).

**PATROCINADORES:**



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — nº 16 (janeiro/junho 2015)  
. — Rio de Janeiro: Processo, 2007-.

v.

UERJ  
Campinho Advogados  
Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---

\* Publicada no segundo semestre de 2016.

# ASPECTOS ATUAIS DO EQUITY CROWDFUNDING NO BRASIL<sup>1</sup>

## CURRENT ASPECTS OF EQUITY CROWDFUNDING IN BRAZIL

*Carlos Martins Neto*  
*Nicholas Furlan Di Biase*

*Resumo:* O objetivo do presente trabalho é analisar se campanhas de financiamento coletivo de sociedades em estágio inicial de desenvolvimento, conhecidas como *equity crowdfunding*, podem ser caracterizadas como ofertas públicas de valores mobiliários e apontar as consequências decorrentes de tal constatação. Para tanto, é verificado o modo como tais campanhas vem sendo realizadas no Brasil e, na sequência, são avaliadas as vantagens e desvantagens do modelo adotado pelo mercado brasileiro, especialmente no tocante aos custos das operações e à proteção conferida aos investidores. Em conclusão, aponta-se a necessidade de elaboração, pela Comissão de Valores Mobiliários, de instrução específica sobre o tema, a fim de que seja viabilizada a realização de tais operações por sociedades anônimas, bem como sejam compatibilizados mecanismos de proteção aos investidores com estrutura que não torne tais ofertas demasiadamente onerosas e burocráticas.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 21.10.2016 e aceito em 16.11.2016.

*Palavras-Chave:* Financiamento coletivo. *Equity crowdfunding*. *Startup*. Valores mobiliários. Sociedade anônima. Proteção ao investidor.

*Abstract:* The objective of this article is to analyze whether the collective financing campaigns by new start-ups, known as equity crowdfunding, can be classified as initial public offerings of securities. For that purpose, it examines the way these campaigns are being carried out in Brazil, and then assesses the advantages and disadvantages of the model adopted in the Brazilian market, especially the transaction costs and protection afforded to investors. The conclusion is that the Brazilian Securities Commission – CVM needs to issue a specific instruction on the theme, to enable corporations to use this type of funding structure, and to harmonize the investor protection mechanisms with this structure so that these offerings do not become overly costly and bureaucratic.

*Keywords:* Public funding. Equity Crowdfunding. Startups. Securities. Brazilian stocks corporations. Investor's protection.

*Sumário:* 1. Introdução. 2. Caracterização do *equity crowdfunding* como oferta pública de distribuição de valores mobiliários. 3. Modelo atualmente existente no Brasil. 4. Crítica ao atual modelo brasileiro: falta de proteção ao investidor. 5. A utilização do *equity crowdfunding* por sociedades anônimas e a necessidade de regulamentação pela CVM. 6. Conclusão.

## **1. Introdução.**

Ainda não há, no Brasil, uma definição consolidada, seja jurídica ou econômica, do que se entende por *crowdfunding*. Os autores brasileiros que tratam da matéria remetem-se a definições da literatura estrangeira, principalmente dos Estados Unidos.

Nessa linha, o professor norte-americano C. Steven Bradford entende que *crowdfunding* é “(...) como o nome indica, financiamen-

to pelo público (multidão) – levantar pequenas quantias em dinheiro de um grande número de investidores”<sup>2</sup>.

Já Armin Schwienbacher e Benjamin Larralde conceituam o *crowdfunding* como “(...) o financiamento de um projeto ou empreendimento por um grupo de pessoas ao invés de investidores profissionais (como, por exemplo, bancos, investidores de risco ou investidores-anjo)”<sup>3</sup>.

Sem ter a pretensão de formular um conceito jurídico, a ideia do *crowdfunding* pode ser apresentada, de maneira bem abrangente, como uma forma de financiamento coletivo por meio da qual uma pessoa, ou grupo de pessoas, busca financiar determinado projeto com recursos de um grande número de pequenos investidores, normalmente valendo-se de plataformas disponíveis na rede mundial de computadores.

O que se entende como “projeto” que será financiado a partir do apelo à multidão pode ter a acepção mais ampla possível. Isso porque o *crowdfunding* já foi e é utilizado para possibilitar a realização dos mais variados empreendimentos ao redor do mundo, desde turnês de bandas pouco conhecidas, passando por campanhas políticas, jornalismo independente e até o desenvolvimento de *startups*, que é o foco do presente trabalho.

O marco inicial para o desenvolvimento e disseminação do *crowdfunding*, como hoje é conhecido, remete ao final dos anos 90, quando a banda inglesa Marillion realizou turnê nos Estados Unidos

---

2 BRADFORD, C. Steven. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, No. 1. Disponível em: “<http://ssrn.com/abstract=1916184>”. Acesso em: 01 ago. 2016. Tradução livre do original em inglês: “*Crowdfunding is, as its name indicates, funding from the crowd – raising small amounts of money from a large number of investors*”.

3 SCHWIENBACHER, Armin; LARRALDE, Benjamin. Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. In: CUMMING, Douglas (ed.). *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, 2012, chapter 13. Tradução livre do original em inglês: “(...) *the financing of a project or a venture by a group of individuals instead of professional parties (like, for instance, banks, venture capitalists or business angels)*”.

após captar mais de US\$ 40.000,00 em doações por meio de uma campanha de fãs em redes sociais e via e-mail.

Nesse primeiro caso, a ideia não surgiu da própria banda, mas de seus fãs, que se organizaram e colocaram o projeto em prática<sup>4</sup>. Posteriormente, nos anos 2000, a própria banda, já a par do “poder” do financiamento online, utilizou a mesma prática para custear o lançamento de diversos álbuns<sup>5</sup>.

Caminho semelhante foi seguido, também em 1997, pelo cineasta Mark Tapio Kines. Após iniciar as filmagens de seu filme “*Foreign Correspondents*”, o diretor e roteirista viu-se sem recursos para terminá-lo. Foi então que surgiu a ideia de desenvolver um website para o projeto, a fim de torná-lo conhecido por todo o público, ainda que apenas parcialmente executado. Nesse esforço, aproximadamente 25 investidores contribuíram com um total de US\$ 150.000,00, possibilitando a finalização do filme<sup>6</sup>.

A partir dessas experiências iniciais, a prática foi se espalhando e ganhando variadas feições. Inicialmente, o *crowdfunding* era meramente filantrópico. Ou seja, os investidores não esperavam materialmente nada em troca de seu investimento, exceto, no máximo, a satisfação pessoal de ter contribuído para um projeto no qual acreditavam. Posteriormente, outras vertentes de *crowdfunding* foram surgindo, garantindo a expectativa de algum tipo de retorno para o investimento realizado.

---

4 GOLEMIS, Dean. British Band's U.S. Tour Is Computer-generated. *Chicago Tribune*, 23 set. 1997. Disponível em: “[http://articles.chicagotribune.com/1997-09-23/features/9709230071\\_1\\_music-fans-newsgroup-marillion](http://articles.chicagotribune.com/1997-09-23/features/9709230071_1_music-fans-newsgroup-marillion)”. Acesso em: 20 abr. 2016.

5 BBC News Online's Tim Master. Marillion fans to the rescue. *BBC News*, 11 maio 2001. Disponível em: “<http://news.bbc.co.uk/2/hi/entertainment/1325340.stm>”. Acesso em: 20 abr. 2016.

6 RODGERS, Andrew. Filmmaker Uses Web To Help Finance, Cast Movie. *ChicagoTribune*, 11 jun. 1999. Disponível em: “[http://articles.chicagotribune.com/1999-06-11/features/9906110076\\_1\\_kines-investing-film](http://articles.chicagotribune.com/1999-06-11/features/9906110076_1_kines-investing-film)”. Acesso em: 20 abr. 2016.



No começo da utilização desse método de financiamento, não havia plataformas especializadas na realização de *crowdfundings*, sendo a publicidade do projeto realizada por meio de websites próprios, redes sociais ou até e-mails enviados para interessados. Como era de se esperar, com a disseminação da prática, diversas plataformas foram surgindo, tendo como objetivo, além de concentrar as ofertas de projetos com demanda de financiamento em um só lugar, também intermediar o próprio processo de transferência de recursos, muitas vezes retendo percentual das contribuições à título de taxa operacional.

Atualmente diversas plataformas (algumas nacionais e outras provenientes do exterior), estão em funcionamento no Brasil, atuando nos mais variados segmentos do financiamento coletivo, e já se destacam entre o público. Como exemplos, é possível mencionar a Kickante<sup>7</sup>, Kickstarter<sup>8</sup>, Indiegogo<sup>9</sup>, Vakinha<sup>10</sup>, Catarse<sup>11</sup> e Broota<sup>12</sup>, as três primeiras estrangeiras, operantes no Brasil, e as três últimas brasileiras.

---

7 KIKANTE: a mais completa plataforma de *crowdfunding* do Brasil. Apresenta campanhas de *crowdfunding* em andamento e informações para investir ou captar recursos. Disponível em: “<http://www.kickante.com.br/>”. Acesso em: 10 out. 2016.

8 KICKSTARTER PCB. Apresenta novidades relacionadas à plataforma e campanhas de *crowdfunding* em andamento, populares e recomendadas. Disponível em: “<https://www.kickstarter.com/>”. Acesso em: 10 out. 2016.

9 INDIEGOGO. Indiegogo, Inc. All rights reserved. Apresenta novidades relacionadas à plataforma, campanhas de *crowdfunding* em andamento e uma loja online com produtos dos empreendedores que captam pela plataforma. Disponível em: “[https://www.indiegogo.com/#/picks\\_for\\_you](https://www.indiegogo.com/#/picks_for_you)”. Acesso em: 10 out. 2016.

10 VAKINHA. Apresenta rankings de campanhas de *crowdfunding* em andamento, informações para investir ou captar recursos e histórico de atividades. Disponível em: “<https://www.vakinha.com.br/>”. Acesso em: 10 out. 2016.

11 CATARSE. Apresenta campanhas de *crowdfunding* em andamento e informações para investir ou captar recursos. Disponível em: “<https://www.catarse.me/pt>”. Acesso em: 10 out. 2016.

12 BROOTA. Apresenta campanhas de *crowdfunding* em andamento e informações para investir ou captar recursos e sobre investidores-anjo. Disponível em: “<https://www.broota.com.br/>”. Acesso em: 10 out. 2016.

Ainda que o objetivo do presente estudo seja *o equity crowdfunding*, cabe fazer uma pequena introdução sobre as diversas modalidades de financiamento coletivo existentes. Segundo C. Steven Bradford, é possível classificar o *crowdfunding* em cinco modalidades: filantrópico ou de doação; de recompensa; de pré-venda; de empréstimo; e de participação (este último o também chamado *equity crowdfunding*).

O modelo precursor, sem dúvidas, é o *crowdfunding* filantrópico. Nessa modalidade, o financiamento de projetos se baseia exclusivamente em doações, não recebendo o investidor qualquer recompensa em troca de sua contribuição<sup>13</sup>. O *crowdfunding* de doações, como não proporciona qualquer retorno ao investidor, é mais utilizado para causas humanitárias, políticas ou com as quais o investidor tenha algum tipo de afinidade pessoal. O fato de o investidor não receber nada como retorno pelo investimento não significa necessariamente que a plataforma também não receba remuneração pela intermediação, sendo cada vez mais raras as plataformas que não retenham um percentual dos valores investidos.

Os *crowdfundings* de recompensa e de pré-venda podem ser analisados em conjunto. No *crowdfunding* de recompensa, o investidor recebe, em troca de seu investimento, alguma espécie de prêmio, dos mais variados tipos, e que não se confunde com uma participação no projeto ou um retorno financeiro. Um bom exemplo, mencionado pelo professor Bradford, é o de alguém que financia um filme e, em troca, tem seu nome colocado nos créditos. Outro exemplo é a campanha realizada pelo Fluminense Football Club pela plataforma-ComeçAki para financiar sua comemoração anual, a FluFest, que promete diferentes prêmios, a depender do valor da contribuição (indo desde uma simples menção honrosa na página oficial do clube até

---

13 BRADFORD, C. Steven. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, No. 1, p. 15-16. Disponível em: “<http://ssrn.com/abstract=1916184>”. Acesso em: 10 out. 2016.

uma camiseta oficial autografada pelos atletas da equipe de futebol profissional)<sup>14</sup>.

De forma semelhante, no *crowdfunding* de pré-venda, o retorno do dinheiro investido é a possibilidade de aquisição, gratuita ou onerosa, antes da venda em mercado, do produto do projeto desenvolvido<sup>15</sup>. A plataforma “Queremos!”, por exemplo, reúne fãs que desejam que determinado artista se apresente em sua cidade. Para tanto, é realizada uma pré-venda de ingressos que tem como objetivo arrecadar o valor mínimo necessário para a realização do show<sup>16</sup>.

Por sua vez, o *crowdfunding* de empréstimos, conhecido nos Estados Unidos como *peer-to-peer*, conforme o nome já diz, envolve uma operação de empréstimo, em que o empreendedor do projeto receberá o financiamento ciente de que deverá devolver os valores emprestados pelos investidores. O *crowdfunding* de empréstimo pode trazer algum retorno financeiro para o investidor, estabelecendo taxa de juros compensatórios, ou apenas retornar o valor principal, caracterizando um empréstimo sem remuneração. A diferença do *crowdfunding* de empréstimos para as ofertas tradicionais de crédito está no fato de que, no primeiro, os recursos são captados de forma pulverizada, a partir de diversos investidores, enquanto, tradicionalmente, todos os recursos provêm de um único investidor, normalmente uma instituição financeira<sup>17</sup>.

Por fim, o modelo mais complexo de *crowdfunding*, e que interessa ao direito societário, é o denominado *equity crowdfunding*.

---

14 COMEÇAKI. Agência de internet.com. Apresenta descrição sobre a campanha “FluFest 2016”. Disponível em: “<http://comecaki.com.br/flufest2016>”. Acesso em: 10 out. 2016.

15 BRADFORD, C. Steven. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, No. 1, p. 16. Disponível em: “<http://ssrn.com/abstract=1916184>”. Acesso em: 22 ago. 2016.

16 QUEREMOS. Apresenta informações para investir ou captar recursos e campanhas de *crowdfunding* em andamento. Disponível em: “<http://www.queremos.com.br/home>”. Acesso em: 01 ago. 2016.

17 BRADFORD, *op. cit.*, p. 20.

Nessa modalidade, o investidor oferece recursos e, em troca, recebe o direito de ter uma participação societária (*equity*)<sup>18</sup>. Atualmente, a principal aplicação do *crowdfunding* de participações consiste em possibilitar que sociedades em estado inicial de desenvolvimento, como as denominada *startups*, possam ter uma alternativa de captação diferente dos meios tradicionais.

Conforme bem explicado por Rafael Younis Marques, uma sociedade que deseje expandir suas atividades pode se financiar com capital próprio (*equity*), ou com recursos de terceiros (*debt*)<sup>19</sup>.

No Brasil, é comum que as sociedades empresárias, até certo estágio de desenvolvimento, se financiem exclusivamente pelo capital fornecido dos próprios sócios. Em estágio de desenvolvimento subsequente, as sociedades têm basicamente duas alternativas de financiamento: admitir novos sócios no projeto (financiamento via *equity*) ou captar recursos no mercado financeiro, principalmente por meio de empréstimos bancários (financiamento via *debt*).

Tratando especificamente da inserção das *startups* nesse contexto, atualmente existe uma verdadeira lacuna em suas possibilidades de financiamento por meio de *equity*. Sociedades muito pequenas, conforme mencionado, podem recorrer exclusivamente à poupança de seus sócios fundadores ou ainda às de familiares e amigos mais próximos. Por outro lado, grandes companhias não encontram maiores problemas em recorrer à poupança popular por meio de oferta pública de valores mobiliários.

Entre o estágio de desenvolvimento inicial e aquele que permite buscar o financiamento no mercado de valores mobiliários, há um hiato. Quando a poupança pessoal de seus fundadores já não suporta mais a demanda por capital da sociedade, mas ainda não há

---

18 MARQUES, Rafael Younis. *Notas conversíveis no equity crowdfunding: sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor*. Coleção Academia-Empresa 14. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 22.

19 *Ibidem*, p. 33.

condições estruturais e econômicas para que se recorra ao mercado tradicional, as *startups* acabam desprovidas de grandes possibilidades de financiamento via *equity*.

Nesse sentido, o *equity crowdfunding* surge como uma alternativa promissora ao financiamento de *startups* que se encontram nesse estágio inicial de desenvolvimento. A grande questão é que, conforme será exposto, o Brasil não possui regulamentação própria que discipline o *crowdfunding*, potencializando seu alcance e, ao mesmo tempo, outorgue proteção adequada aos investidores, normalmente pessoas físicas sem nenhuma experiência de atuação no mercado.

Com efeito, sociedades que desejem realizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários devem proceder ao complexo registro como ofertante perante a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, além de, posteriormente, registrar a oferta pública em si, modelo que, apesar de protetivo aos investidores, mostra-se financeiramente incompatível com a realidade das *startups* brasileiras.

Por outro lado, por conta de exceção prevista no artigo 5º, III, da Instrução CVM nº 400/2003, existe a possibilidade de Microempresas e Empresas de Pequeno Porte<sup>20</sup> realizarem ofertas públicas de valores mobiliários com dispensa automática de registro, o que, em outro extremo, apresenta grau de proteção quase nulo aos investidores, além de não parecer compatível com o tipo de captação de recursos realizada pelas *startups*, conforme será aprofundado adiante.

Antes de apresentar análise crítica acerca da realização do *equity crowdfunding* no Brasil nos moldes atuais, cabe examinar sua caracterização como oferta pública de valores mobiliários e, na sequência, tecer breves notas sobre a forma como tal modalidade de financiamento vem sendo implementada, em razão da inexistência de uma disciplina específica.

---

20 Assim definidas nos termos da Lei Complementar nº 123/2006.

## **2. Caracterização do *equity crowdfunding* como oferta pública de distribuição de valores mobiliários.**

A caracterização (ou não) da participação oferecida aos investidores em uma campanha de *equity crowdfunding* como valor mobiliário é de suma importância por conta da disciplina legal diferenciada incidente sobre tais títulos.

Igualmente, é indispensável investigar se a campanha *equity crowdfunding* em si pode ser considerada oferta pública de distribuição de valores mobiliários, uma vez que, para incidência da Lei nº 6.385/76 e da disciplina regulatória da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, não basta que haja emissão de valor mobiliário, mas também que este valor mobiliário seja publicamente distribuído, conforme estabelece o artigo 1º, I, do mencionado diploma legal<sup>21</sup>.

Caso os títulos de participação emitidos em campanha de *equity crowdfunding* não sejam considerados valores mobiliários, não há que se cogitar a aplicação do arcabouço legal e regulatório do mercado de capitais sobre sua negociação. Por outro lado, havendo caracterização de valor mobiliário, mas não sendo tal ativo negociado em mercado (ou seja, sendo negociado apenas de forma privada), também não há que se falar na aplicação da disciplina da Lei nº 6.385/76<sup>22</sup>.

A caracterização de valor mobiliário encontra-se prevista no artigo 2º da Lei nº 6.385/76, que, além de enumerar um rol de ativos que são considerados valores mobiliários de forma objetiva, também contempla cláusula aberta a fim de abranger outros ativos que, embora não expressamente contemplados no referido rol, apresentem determinadas características. Veja-se:

---

21 Lei nº 6.385/76: “Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (...)”.

22 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 28.

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) 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.

Dentre os benefícios da criação de tal cláusula geral está a desnecessidade de alteração da lei ou de regulamentos toda vez que a criatividade dos agentes de mercado desenvolver um novo tipo de contrato de investimentos<sup>23</sup>. Basta que estejam preenchidos os requisitos do artigo 2º, inciso IX, para que um título ou contrato seja considerado valor mobiliário.

Certamente, na hipótese de o investidor brasileiro receber uma ação em troca de financiamento, no âmbito de uma oferta de *equity crowdfunding*, não haverá qualquer dúvida sobre a qualificação de tal título como valor mobiliário, uma vez que as ações são caracterizadas objetivamente como tais desde a redação original do artigo 2º da Lei nº 6.385/76<sup>24</sup>.

Entretanto, a emissão de ações via *equity crowdfunding* atualmente no Brasil, pelo menos nos moldes em que o sistema foi idealizado, apresenta determinadas particularidades que fazem com que sua aplicação dentro da regulamentação do mercado de capitais brasileiro tenha certos empecilhos que ainda impedem sua ampla disseminação.

Conforme se demonstrará adiante, a alternativa encontrada pelos empreendedores brasileiros, se baseando em uma exceção prevista na Instrução CVM nº 400/2003, faz com que o investidor receba

---

23 *Ibidem*, p. 57.

24 Conforme prevê a Lei nº 6.385/76: “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:(...) I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; (...)”.

um “título de dívida conversível” como contrapartida de seu investimento<sup>25</sup>.

Esse título de dívida conversível nada mais é do que um contrato de investimento em que o investidor, de imediato, transfere recursos para a *startup* com a promessa futura de conversão de seu crédito em participação na sociedade. As condições de conversão são expressamente previstas, assim como a possibilidade de negociação do título, os juros, possíveis dividendos e ainda os casos em que a conversão não será realizada.

Cumpra-se perquirir se tais títulos de dívida conversíveis são, à luz da legislação em vigor, considerados valores mobiliários e assim sujeitos a registro na CVM. A resposta será encontrada a partir da verificação dos elementos previstos no artigo 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/76<sup>26</sup>. São eles: (i) investimento coletivo; (ii) realizado em empreendimento comum; (iii) mediante o fornecimento de dinheiro; (iv) visando a obtenção de retornos financeiros; (v) que advenham do esforço do empreendedor ou de terceiros; e (vi) cujos riscos sejam assumidos pelo investidor.

Analisando tais elementos, chega-se à conclusão que:

- (i) a própria essência do *crowdfunding*, conforme demonstrado, consiste em um projeto que se realiza a partir de pequenos investimentos pulverizados, não havendo dívidas de que se trata de um investimento coletivo;

---

25 Para análise ao longo do artigo, será considerada principalmente a solução encontrada pela plataforma Broota, atualmente a mais utilizada para fins de *equity crowdfunding* e matéria de diversas reportagens em periódicos especializados. De qualquer forma, outras plataformas parecem adotar o mesmo sistema. A plataforma StartMeUp, em seu FAQ (<https://www.startmeup.com.br/docs/FAQ.pdf>) aponta que o investidor adere a um contrato de investimento coletivo conversível em hipóteses muito parecidas com as da Broota. Por sua vez, a plataforma Eqseed, em seu vídeo institucional (<https://eqseed.com/br/como-funciona>) também menciona a celebração de um contrato de investimento que posteriormente, em hipóteses definidas, será convertido em participação.

26 CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 75.



- (ii) tal investimento coletivo é realizado em um empreendimento comum, que é o desenvolvimento de uma *startup*<sup>27</sup>;
- (iii) a despeito de qualquer discussão se o fornecimento de outros bens (que não dinheiro) descaracterizaria o contrato de investimento coletivo, tal não é a situação do *equity crowdfunding*, em que as *startups* buscam exclusivamente recursos financeiros em moeda corrente;
- (iv) ao contrário do *crowdfunding* filantrópico e do *crowdfunding* de recompensas, a própria essência do *equity crowdfunding* está na participação com a finalidade de obtenção de lucros (não por acaso, como regra, os títulos de dívidas emitidos preveem sua conversão em participação de sociedades com fins lucrativos, normalmente sociedades anônimas);
- (v) embora geralmente os títulos conversíveis prevejam determinados poderes de fiscalização e até de participação nas deliberações, os negócios e a gestão da *startup* investida são designados a terceiros, que na maioria das vezes são os fundadores da sociedade, que determinam efetivamente os rumos do investimento; e
- (vi) não há dúvidas que os investidores assumem os riscos do empreendimento, definidos como aqueles riscos que “poderão resultar na perda total ou parcial dos recursos in-

---

27 Tratando dos dois primeiros elementos elencados, discorre Steven Bradford: “*Crowdfunding almost by definition involves a common enterprise among many different investors. The whole point of crowdfunding is to collect small amounts of Money from a number of different investors. The business pools these investor’s funds, and the investors share in the returns of the business. Although there is some disagreement among the lower courts about what exactly constitutes a common enterprise, all courts agree that horizontal commonality of this sort meets the Howey test*” (BRADFORD, C. Steven. *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, No. 1, p. 33. Disponível em: “<http://ssrn.com/abstract=1916184>”. Acesso em: 22 ago. 2016).

vestidos”<sup>28</sup>, uma vez que, caso a startup investida não consiga levar adiante suas atividades, poucas são chances do investidor recuperar seus recursos em uma liquidação<sup>29</sup>.

Resta demonstrado, portanto, que os elementos que caracterizam o valor mobiliário encontram-se presentes nos títulos de dívida conversíveis utilizados nas campanhas de *equity crowdfunding*. Assim, independentemente da campanha de *equity crowdfunding* ser realizada mediante a emissão de ações ou de títulos conversíveis, não há dúvidas de que tais títulos constituem valores mobiliários.

Cabe analisar, ainda, se a realização de uma campanha de *equity crowdfunding* caracteriza oferta pública de valores mobiliários, submetendo a operação à disciplina da Lei nº 6.385/76 e, principalmente, à regulamentação da CVM aplicável.

A oferta pública de valores mobiliários está prevista nos arts. 19 e 20 da Lei nº 6.385/76 e é regulamentada pela Instrução CVM nº 400/2003<sup>30</sup>.

---

28 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 58.

29 Nesse sentido, vale destacar que o modelo de título de dívida conversível disponibilizado pela plataforma Broota elenca, entre as obrigações da emissora “(...) fazer com que o material de divulgação utilizado (...) seja escrito em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada, advertindo os investidores para os riscos do investimento (...)” (O modelo de título de dívida conversível foi fornecido por Frederico Rizzo, fundador da plataforma Broota, aos autores, em mensagem eletrônica datada de 28 dez. 2015). Além disso, no âmbito do Processo CVM nº RJ2015/11441, que trata da dispensa de registro de uma *startup* constituída sobre a forma de Microempresa, ao analisar o material publicitário, a CVM exigiu que a emissora acrescentasse “riscos relacionados ao negócio, risco de não transformação da Easy Carros em sociedade anônima e risco de não emissão das ações preferenciais da Easy Carros destinadas ao pagamento dos títulos de dívida”.

30 Há que se destacar também existência da oferta pública de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, regulamentada pela Instrução CVM nº 476/2009, a qual, contudo, não será objeto do presente trabalho, por se destinar exclusivamente a investidores profissionais, o que demonstra sua incompatibilidade com o *equity crowdfunding*.

Os elementos caracterizadores de uma oferta de valores mobiliários como pública estão objetivamente elencados no artigo 19, § 3º, da Lei nº 6.385/76<sup>31</sup>:

- (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; e
- (iii) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

Trata-se de rol exemplificativo e não-cumulativo, ou seja, basta a incidência da oferta em uma das hipóteses para que seja caracterizada como pública. Importante destacar que o *equity crowdfunding* pode se encaixar nas três hipóteses previstas.

---

31 Parte da doutrina sustenta a existência de elementos subjetivos que, se verificados cumulativamente, descaracterizariam uma oferta de valores mobiliários como pública, ainda que verificada a presença dos elementos previstos em lei (objetivos). São eles: (i) o enquadramento dos destinatários da oferta como investidores qualificados; e (ii) a possibilidade de acesso, pelos investidores, ao mesmo tipo de informação que seria exigido em decorrência do registro da oferta perante a CVM (seja em razão do relacionamento que possuem com a emissora, seja em razão de possuírem poder de barganha perante esta) (EIZIRIK, Nelson *et al. Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 156). Sem aprofundar na discussão doutrinária, fato é que a CVM não entende que a verificação conjunta dos elementos subjetivos é suficiente para descaracterizar uma oferta como pública, mas apenas para possibilitar, caso a caso, a dispensa de seu registro. Com efeito, o artigo 4º, §1º, VII, e §4º, da Instrução CVM nº 400/2003 determina que a CVM poderá, a seu critério e sempre observando o interesse público e a proteção aos investidores, dispensar do registro a oferta pública que for dirigida exclusivamente a investidores qualificados nas quais tais investidores declarem que “a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos; b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso”. Demonstrada a controvérsia, não cabem maiores considerações, uma vez que a destinação das ofertas públicas apenas a investidores qualificados não é compatível com a essência do *equity crowdfunding*.

No que tange ao primeiro elemento, o que a lei buscou tipificar foi a utilização de meios de comunicação de massa com intuito de atingir uma quantidade indeterminada de investidores<sup>32</sup>. O inciso IV da Instrução CVM nº 400/2003 é ainda mais explícito, ao incluir expressamente a utilização de “páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico”.

O segundo elemento diz respeito à procura de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários. Embora seja mais comum que a plataforma de *crowdfunding* apenas disponibilize as ofertas existentes (sem que realize uma efetiva procura de subscritores “por meio de empregados, agentes ou corretores”), pode-se entender que a própria disponibilização da campanha em sua plataforma caracterize, por si só, a procura por subscritores.

O terceiro elemento objetivo, por sua vez, determina que a oferta será pública quando “a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados”. Ao que parece, pretendeu a CVM utilizar uma aceção mais ampla de estabelecimento, já aceita por parte da doutrina, que abrange também os endereços eletrônicos<sup>33</sup>. Assim como hoje em dia é possível falar em lojas virtuais,

---

32 EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 148.

33 A título de exemplificação, cabe transcrever as lições de Fábio Ulhoa Coelho a respeito do conceito de estabelecimento virtual: “Em razão disto, criou-se um novo tipo de estabelecimento, o virtual. Distingue-se do estabelecimento físico em razão dos meios de acessibilidade. Aquele o consumidor ou adquirente de bens ou serviços acessa exclusivamente por transmissão eletrônica de dados, enquanto o estabelecimento físico é acessível pelo deslocamento no espaço. A natureza do bem ou serviço objeto de negociação é irrelevante para a definição da virtualidade do estabelecimento” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 71). No mesmo sentido, Guilherme Machado Casali e Edmilson Westling anotaram que: “Esta capacidade passa a ganhar novos contornos a partir do desenvolvimento do comércio eletrônico, entretanto continua vinculada ao local da atividade econômica. Neste tipo de relação, ou seja, via internet, também o ponto comercial pode ser considerado como o ‘endereço’ em que o comerciante é encontrado. As páginas na internet representam este endereço. Em inglês, o substantivo *site*, que significa ‘terreno, sítio, lugar’, ou ainda *home page* cuja tradução literal seria ‘página da casa/do lar’, indicam que a utilização destas expressões também significa o lugar onde se encontra o comerciante”, completando que “(...) o am-

seja coexistindo com estabelecimento físico ou exclusivamente na internet, nada impede também de se falar em estabelecimentos virtuais abertos ao público onde seja possível a discussão, o debate, a oferta e até a negociação de valores mobiliários.

A partir desta concepção, não há porque não considerar as plataformas de *equity crowdfunding* como estabelecimentos abertos ao público (ainda que existentes apenas na rede mundial de computadores), atendendo, ainda, ao critério de serem destinados a subscritores ou adquirentes indeterminados. Inclusive, a própria CVM, no Parecer Orientação nº 32/2005, corrobora este entendimento ao afirmar que:

O uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública, nos termos do inciso III do § 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/76, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio. Esse entendimento já consta, inclusive, do art. 3º, IV, da Instrução 400/05.

Dessa forma, salvo se medidas preventivas forem tomadas, ou situações especiais forem verificadas, faz-se necessário o prévio registro de tais ofertas perante a Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do caput do artigo 19 da Lei nº 6.385/76.<sup>34</sup>

Considerando-se atendidos todos os requisitos do conceito legal de valores mobiliários, conclui-se que os direitos de participação prometidos em troca do investimento em *startups* se enquadram como tais, seja na forma de ações, seja na forma de títulos conversíveis.

---

biente virtual de exercício da atividade do empresário deve ser igualmente protegido e reconhecimento como *ponto comercial*, tornando o *site* um elemento do fundo de comércio como bem incorpóreo que é" (CASALI, Guilherme Machado; WESSLING, Edmilson. Typosquatting – a concorrência desleal virtual. *Revista de Ciências Gerenciais*, Londrina, v. XII, n. 16, p. 82-83, 2008).

34 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Parecer de Orientação CVM nº 32/2005, p. 1. Presidente: Marcelo Trindade. Disponível em: "<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare032.html>". Acesso em: 19 ago. 2016.

No mesmo sentido, a oferta de tais valores por meio de um *equity crowdfunding* caracteriza oferta pública de distribuição de valores mobiliários, com todas as consequências que isso implica à *startup* distribuidora.

### **3. Modelo atualmente existente no Brasil.**

Conforme previsto nas Instruções CVM nº 400/03 e 480/09, caso determinada sociedade busque acessar a poupança popular por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, em princípio, deverá obrigatoriamente proceder ao registro tanto da oferta, quanto, anteriormente, do ofertante.

Salvo exceções pontuais, a sociedade que pretenda realizar uma oferta pública de valores mobiliários deve, além de ser constituída como sociedade anônima, obter registro de companhia aberta perante a CVM, conforme previsto no artigo 4º, caput, §1º e §2º, da Lei nº 6.404/76.

Cabe transcrever o entendimento de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro acerca da necessidade do registro da companhia como aberta para realização de ofertas públicas:

Ao registro de companhia aberta faz referência o parágrafo único do art. 4º da Lei nº 6.404/76, como condição de distribuição no mercado e negociação em bolsa ou no mercado de balcão. Como o conceito legal de companhia aberta depende dessa negociação, segue-se que tal condição (de companhia aberta) depende do registro da companhia na CVM.

Qualificada a companhia como aberta (em decorrência de seu registro como tal), passaela a se submeter à autoridade normativa e fiscalizadora da CVM, em função dos vínculos estabelecidos com os investidores do mercado, de bolsa ou de balcão<sup>35</sup>.

---

35 LACERDA TEIXEIRA, Egberto; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 35.

A obrigatoriedade do registro como emissor de valor mobiliário está regulamentada na Instrução CVM nº 480/2009. Tal instrução trata do registro de companhia aberta, prevendo expressamente que “o emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima”. Contudo, a mesma norma abre espaço para exceções, que serão objeto de análise adiante.

Note-se que, além do registro de emissor, há ainda a necessidade do registro da oferta pública em si, nos termos do artigo 2º da Instrução CVM nº 400/2003. Com efeito, a necessidade do registro do ofertante e da oferta, por si só, já caracterizam um enorme empecilho ao *equity crowdfunding*.

A situação torna-se menos favorável ainda com a previsão do artigo 3º, § 2º, da Instrução CVM nº 400/2003, que estabelece que uma distribuição pública, como regra, deve necessariamente envolver instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, conhecidas por instituições intermediárias.

Desse modo, além dos registros exigidos para a emissora e para a emissão em si, uma sociedade que pretenda realizar oferta pública de valores mobiliários teria que envolver de uma instituição intermediária. Em resumo, as plataformas de *equity crowdfunding* teriam que se registrar como distribuidoras de valores mobiliários, o que, mais uma vez, implica elevados custos, que certamente seriam refletidos na taxa cobrada pela prestação de seus serviços.

Fato é que tamanha quantidade e complexidade de registros é incompatível com a dimensão do *equity crowdfunding*. Essa modalidade de investimento foi idealizada para ser destinada principalmente à *startups*, que, exatamente por estarem em fase inicial de desenvolvimento, buscam levantar quantias relativamente baixas junto a investidores. No Brasil, o tíquete médio dessas operações gira em torno de R\$ 400.000,00 por oferta<sup>36</sup>.

---

36 Dados concluídos de análise das ofertas disponíveis na Broota, maior plataforma de *equity crowdfunding* do Brasil atualmente, realizada em 22.04.2016 pelo endereço: “<https://www.broota.com.br>”.

Ter que arcar com, no mínimo, o registro de companhia aberta, o registro da oferta pública e a contratação de instituição intermediária, por certo inviabilizaria completamente a realização da campanha de *crowdfunding*.

A título de ilustração, em 2012, o Centro de Estudos em Finanças da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – FGV realizou estudo sobre o custo de manutenção de uma companhia aberta, baseando-se em questionário enviado a 8 companhias listadas na BM&FBovespa<sup>37</sup>.

Tal estudo concluiu que os gastos coma manutenção do registro de companhia aberta são irrelevantes, girando em torno de 0,05% da receita líquida anual. Contudo, cabe analisar a discrepância da situação econômica das companhias em relação àquelas que buscam financiamento através de *crowdfunding*.

A receita anual líquida da menor das companhias que responderam ao questionário foi de R\$ 700.000.000,00. Calculando a média de gastos de manutenção da companhia aberta sobre esse valor, chega-se ao resultado de R\$ 350.000,00 gastos anualmente com a manutenção do registro, incluindo os gastos com publicações, auditoria externa, relações com investidores, anuidades e outros custos.

O próprio estudo admite que a maior parte dos custos considerados é fixo, sendo diluídos em receitas líquidas maiores. Logo, a *contrario sensu*, quanto menores as receitas líquidas, mais relevância têm os custos.

Por óbvio, são números totalmente incompatíveis com a situação de uma *startup* que realiza campanha de *crowdfunding* com objetivo de captar valores em torno de meio milhão de reais. A abertura

---

37 EID JÚNIOR, William. *Custos de manter uma sociedade anônima no Brasil*. Centro de Estudo em Finanças da Escola de Administração de Empresas da Função Getúlio Vargas, dez. 2012. Disponível em: “<http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/file/Custos%20de%20manter%20uma%20Sociedade%20Anonima.pdf>”. Acesso em: 22 abr. 2016.



de capital, nos moldes atuais, portanto, não condiz com a realidade de uma *startup*.

Sendo o custo do registro de emissor de valores mobiliários algo impensável para sociedades do porte de *startups*, a efetiva emissão de valores mobiliários, que implicaria ainda em custos adicionais (novos registros e contratação de instituições intermediárias), torna-se algo muito distante da realidade de tais sociedades.

Nesse contexto, identificou-se um mecanismo que possibilita a realização de campanhas de *equity crowdfunding* no Brasil, cuja implementação levanta questionamentos sobre a necessidade de uma regulamentação específica do *crowdfunding* pela CVM.

A Instrução CVM nº 400/2003 dispõe, em seu artigo 4º, a possibilidade de a oferta pública ser dispensada de registro, a critério da autarquia, observando o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor. Todavia, essa hipótese de dispensa fica sujeita à discricionariedade da CVM.

Outra possibilidade de dispensa é prevista no artigo 5º, inciso III, da Instrução CVM nº 400/2003, segundo o qual estão dispensadas de registro as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte – EPP e microempresas – ME. Nessa hipótese, a emissora deverá comunicar à CVM que pretende utilizar a dispensa de registro e a sua utilização está limitada a R\$ 2.400.000,00 em cada período de 12 meses por uma mesma emissora.

No mesmo sentido, a Instrução CVM nº 480/2009 elenca as microempresas e empresas de pequeno porte no rol de emissores de valores mobiliários dispensados do registro perante a autarquia, conforme previsão expressa de seu artigo 7º, IV e V<sup>38</sup>.

---

38 Conforme prevê a Instrução CVM nº 480/2009: “Art. 7º: Estão automaticamente dispensados do registro de emissor de valores mobiliários: I – emissores estrangeiros cujos valores mobiliários sejam lastro para programas de certificados de depósito de ações – BDR Nível I, patrocinados ou não; II – emissores de certificados de potencial adicional de construção; III – emissores de certificados de investimento relacionados à área audiovisual cinematográfica brasileira;

A definição de EPP e ME, por sua vez é estabelecida pelo artigo 3º da Lei Complementar nº 123/2006, nos seguintes termos:

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 da 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\$ 3.600.000,00 (três milhões e seiscentos mil reais) (...).

O §4º do mesmo dispositivo legal elenca as exceções, tratando das pessoas jurídicas que, embora atendam à definição de ME e EPP prevista no caput, não poderão se beneficiar do tratamento jurídico diferenciado. Dentre as exceções estão as sociedades anônimas, concluindo-se que tais sociedades não podem se beneficiar do que se tornou o principal mecanismo de realização do *equity crowdfunding* no Brasil.

Para evitar os gastos inerentes ao registro da emissora e da emissão, as sociedades que buscam obter financiamento via *equity crowdfunding* têm se constituído na forma de sociedades limitadas e emitido títulos conversíveis em ações. Até a data de vencimento dos títulos, a sociedade limitada deverá ser transformada em sociedade

---

IV – empresas de pequeno porte; V – microempresas; VI – emissores de letras financeiras distribuídas no âmbito de programa de Distribuição Contínua, os quais devem observar o disposto no Anexo 7-VI; e VII – emissores de certificados de operações estruturadas – COE distribuídos com dispensa de registro de oferta pública nos termos de instrução específica. Parágrafo único. A dispensa prevista no inciso VII não se aplica se o COE for distribuído por meio de oferta pública registrada na CVM”.

anônima e, no vencimento, os títulos deverão ser convertidos em ações de emissão da companhia recém transformada.

De fato, é preciso destacar o mérito do modelo, que possibilitou a realização financiamento coletivo de *startups* por meio de ofertas públicas realizadas na rede mundial de computadores independentemente da existência de uma regulamentação específica.

A título de comparação, empreendedores dos Estados Unidos, país em que a prática do *crowdfunding* já é difundida a pelo menos uma década, se viram impossibilitados de realizar ofertas públicas por conta da legislação em vigor. O cenário só começou a mudar em 2012, quando da edição do denominado *Jumpstart Our Business Startups Act – JOBS Act*<sup>39</sup>, que inseriu a *Section 4* no *Securities Act of 1933*, incluindo o *crowdfunding* dentre as hipóteses de isenção do registro de emissor de valores mobiliários e da própria emissão em si.

Contudo, o *JOBS Act* dependia de regulamentação por parte da SEC para ter aplicabilidade. Foi apenas em 30 de outubro de 2015 que a SEC divulgou a *final rule* sobre o tema, um documento de 685 páginas denominado *Regulation Crowdfunding*<sup>40</sup>, que, além de tudo, surgiu com uma *vacatio* de 180 dias, passando a valer apenas em maio de 2016.

Em linhas gerais, o *Regulation Crowdfunding* prevê exaustivamente as regras que devem ser seguidas por investidores, *startups* e até pelas plataformas online que pretendam captar recursos via *equity crowdfunding*. Dentre as disposições normativas, há limites anuais para o investidor, limites individuais de arrecadação da *startup* via *equity crowdfunding*, regras de divulgação de informações e a

---

39 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. H. R. 3606 (“*Jumpstart Our Business Startups Act*”). *An Act to increase American job creation and economic growth by improving access to the public capital markets for emerging growth companies*. Disponível em: “<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>”. Acesso em: 10 out. 2016.

40 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Regulation Crowdfunding*. 30 oct. 2015. Disponível em: “<https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>”. Acesso em: 7 out. 2016.

necessidade de registro dos portais que se propõem a intermediar a operação.

#### **4. Crítica ao atual modelo brasileiro: falta de proteção ao investidor.**

É perceptível que o *equity crowdfunding* consiste em mecanismo de investimento que foge à complexidade, burocracia e “especialização” normalmente exigida de quem negocia no mercado de valores mobiliários.

As campanhas de *crowdfunding* buscam atingir o “público em geral”, na acepção mais ampla possível da expressão. Isso quer dizer que aquele que busca captar recursos por meio de plataformas de investimentos coletivos não tem intenção de se limitar a captar recursos de fundos de investimento ou de investidores qualificados. Muito pelo contrário, o público buscado pelos optantes do *crowdfunding* é o de pessoas que queiram realizar investimentos por conta própria, por meio de um portal digital, sem grande burocracia.

No entanto, isso não significa que tais investidores devam ficar desamparados de uma regulamentação minimamente protetiva, que os impeça de, desavisadamente, ver todas suas economias perdidas por conta de um mau investimento.

Pois é o que pode acontecer pela forma como o *crowdfunding* vem realizado no Brasil.

Com efeito, a Instrução CVM nº 400/2003, ao tratar da dispensa de registro para empresas de pequeno porte e microempresas em seu artigo 5º, III, estabelece proteção quase nula ao investidor.

De forma exaustiva, exige-se:

- (i) que uma mesma emissora não utilize a dispensa para captar mais de R\$ 2,4 milhões em um período de 12 meses;

- (ii) que a emissora meramente comunique à CVM a pretensão de utilizar a dispensa automática;
- (iii) que o material publicitário contenha informações verdadeiras, completas e consistentes, sem induzir o investidor a erro, e ainda que seja escrito em linguagem simples, clara, objetiva, serena e moderada, advertindo os leitores para os riscos; e
- (iv) contenha menção no material publicitário de que foi dispensado de registro perante a CVM.

A conclusão a que se pode chegar a partir de tais limitações é de que um investidor comum pode, a partir de material publicitário aprovado pela CVM, por meio somente da verificação dos critérios acima elencados, desembolsar até R\$ 2,4 milhões por ano, em cada sociedade que optar pelo *crowdfunding*. Isso basicamente quer dizer que um investidor pode investir todas as suas economias em ofertas públicas de plataformas digitais, basta que escolha investir em mais de uma *startup*.

Em princípio, a assunção de riscos é algo comum em qualquer tipo de investimento. O problema está em permitir que pessoas desacomodadas a negociar valores mobiliários passem a fazê-lo sem qualquer critério ou limitação.

Conforme já ressaltado acima, o *crowdfunding* abre as portas para que o mercado de valores mobiliários atinja público cada vez mais abrangente e, por outro lado, menos especializado. Cria-se, portanto, uma contradição em que aquele que investe em oferta pública tradicional está muito mais protegido do que aquele que investe em campanha de *crowdfunding*, muito embora seja bem provável que o segundo tenha conhecimentos muito menores sobre o tal mercado do que o primeiro<sup>41</sup>.

---

41 Em entrevista ao portal Exame.com, Adolfo Melito, presidente da Associação Brasileira de Equity Crowdfunding – EQUITY, declara: “São pessoas físicas que nunca investiram em mercado de capitais. ‘Por que não?’. Porque antes só investidores profissionais teriam a possibilidade de investir em startups. Agora essas pessoas também têm a oportunidade, graças à demo-

Adicionalmente, da forma como *equity crowdfunding* vem sendo realizado no Brasil, os empreendedores da *startup* investidores-guardam para si todo o controle sobre o empreendimento, sem que os investidores possuam a proteção de regras mínimas de governança corporativa.

Isso porque as prerrogativas dos investidores são apenas aquelas descritas no título de dívida conversíveis. Não há nenhuma previsão regulamentar sobre prerrogativas mínimas de fiscalização e exercício de direitos sobre o negócio em desenvolvimento que devem ser oferecidas aos investidores.

Em contraponto, no caso de ações preferenciais emitidas no âmbito do mercado tradicional de valores mobiliários, os acionistas, embora possam não estar munidos do direito de voto, possuem uma série de prerrogativas que lhes permitem participar do desenvolvimento da empresa, como a realização de assembleias próprias, reserva de matérias que exigem seus votos e até mesmo a possibilidade de eleição de alguns administradores.

Além disso, por estarem demasiadamente pulverizados, os investidores de *equity crowdfunding* têm poder de barganha reduzido. Como no *equity crowdfunding* o financiamento é feito a partir de inúmeros investidores que, a princípio, não se conhecem, a organização desses investidores para defender seus interesses frente aos administradores e/ou controladores da *startup* investida torna-se algo bastante desafiador.

Isso faz com que a falta de prerrogativas legais seja ainda mais problemática, já que todos os instrumentos de pressão sobre os empreendedores teriam que vir da iniciativa dos próprios investidores. Sem dúvidas, tal poder de barganha seria muito maior caso os investidores estivessem organizados.

---

cratização promovida pelo equity". Disponível em: "<http://exame.abril.com.br/pme/noticias/como-o-equity-crowdfunding-pode-salvar-o-seu-negocio>". Acesso em: 19 maio 2016.

Tudo isso demonstra que, no cenário atual, os investidores das campanhas de *equity crowdfunding* estão submetidos a uma série de riscos consideráveis, dentre os quais é possível enumerar:

- (i) ausência de uma regulamentação por parte da CVM;
- (ii) risco de descontinuidade do negócio, com a consequente possibilidade de perda de todo o montante investido;
- (iii) falta de informação adequada, uma vez que as informações a respeito do empreendimento são apenas aquelas fornecidas pelos próprios empreendedores;
- (iv) iliquidez do investimento em decorrência da ausência de um mercado secundário para negociação dos valores adquiridos; e
- (v) desconhecimento, por parte de investidores menos qualificados, da forma de operação no mercado financeiro, e consequentemente de todos os riscos acima mencionados.

Dessa forma, atualmente, quem pretende realizar uma oferta de *equity crowdfunding* se vê diante da seguinte encruzilhada: de um lado, pode optar pelo modelo tradicional de oferta pública, que, embora consagre diversos dispositivos de proteção ao investidor, mostra-se ao mesmo tempo muito caro para o empresário em estágio inicial de desenvolvimento; e, de outro lado, pode optar pelo permissivo do artigo 5º da Instrução CVM nº 400/2003, que é muito mais econômico, mas traz excessivos riscos aos investidores, conforme acima mencionado.

Nesse sentido, a edição de regulamentação própria para o *equity crowdfunding* seria adequada, de forma que a prática não seja realizada no Brasil com base em um instrumento permissivo pensado para outras modalidades de investimentos.

A inspiração da norma reguladora pode vir de algumas inovações do recém-criado modelo norte-americano, que prevê limite

anual do valor que cada investidor pode despende em ofertas de *equity crowdfunding*, sendo esse limite baseado em sua renda anual, variando a depender do poder de investimento de cada um e das consequências que a perda do valor investido teria sobre seu patrimônio.

Desse modo, investidores que tivessem maior renda poderiam aplicar maiores valores, pois uma aplicação mais volumosa não representaria risco de perda substancial de suas economias<sup>42</sup>.

Parece fazer bastante sentido a escolha regulatória de limitar as possibilidades de investimento ao invés de burocratizar o processo. Embora os investidores que optem pelo *equity crowdfunding* necessitem de tanta, ou talvez até de mais, proteção do que aqueles que atuam no mercado tradicional, fato é que uma oferta pública vinculada pelas ferramentas de investimentos coletivos não pode, e nem foi criada para, arcar com os mesmos custos e os mesmos procedimentos burocráticos de uma oferta pública tradicional. O menor controle sobre o conteúdo das ofertas realizadas precisa ser compensado com outro mecanismo de proteção. No caso, a limitação de valores.

## **5. A utilização do *equity crowdfunding* por sociedades anônimas e a necessidade de regulamentação pela CVM.**

Independentemente da funcionalidade do modelo adotado para realização de campanhas de *equity crowdfunding* por meio de EPP e ME, a própria CVM já reconheceu a necessidade de regulamentação própria sobre o tema.

---

42 "Thus, under the final rules, an investor will be limited to investing: (1) the greater of: \$2,000 or 5 percent of the lesser of the investor's annual income or net worth if either annual income or net worth is less than \$100,000; or (2) 10 percent of the lesser of the investor's annual income or net worth, not to exceed an amount sold of \$100,000, if both annual income and net worth are \$100,000 or more" (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Regulation Crowdfunding. 30 oct. 2015, p. 20).



De fato, a utilização do modelo atual de dispensa parece ter sido idealizado para utilização em casos pontuais e não de forma tão disseminada como o *equity crowdfunding*. Cumpre destacar que a última vez em que os critérios para oferta pública realizadas por ME e EPP foram alterados pela CVM remetem à edição da Instrução CVM nº 482/2010, pelo menos três anos antes da constituição da primeira plataforma de *equity crowdfunding* no País.

À época, as alterações visavam estabelecer limites para uma dispensa considerada “mais permissiva do que o desejável”<sup>43</sup>. Sob o argumento de proteger a “poupança pública”, a CVM estabeleceu o limite de R\$ 2.400.000,00 anuais por emissor, sem, contudo, estabelecer um limite por investidor. Tal característica, no cenário atual, cria a possibilidade de investimentos ilimitados por cada investidor, desde que invista em mais de uma *startup*.

Conforme o Relatório de Análise SDM da Audiência Pública nº 01/2009<sup>44</sup>, que resultou na Instrução CVM nº 482/2010, alguns participantes do mercado já alertavam para a falta de controle sobre as ofertas públicas realizadas por ME e EPP. É o caso, como exemplo, do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – IBRACON, que recomendou a submissão das ME e EPP a “algumas regulamentações mínimas por parte da CVM” e ainda a “necessidade de realização de um estudo sobre a possibilidade de qualificar o investidor dos valores mobiliários emitidos nessas condições”.

Outro tópico importante que somente poderia ser corrigido a partir de regulamentação pela CVM reside na impossibilidade de realização do *equity crowdfunding* por sociedades constituídas sob a forma de sociedades anônimas, por conta da restrição prevista no ar-

---

43 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2009.

44 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 01/2009. Processo CVM nº RJ 2008/6527.

tigo 3º, § 4º, inciso X, da Lei Complementar nº 123/2006, já mencionada acima.

Com efeito, o *equity crowdfunding* desponta como ferramenta de financiamento de atividades econômicas com baixo custo de captação. Nesse contexto, é possível afirmar que um dos objetivos do *equity crowdfunding* é servir como um “trampolim” para ultrapassar a fase embrionária de desenvolvimento e conseguir alcançar uma fase de maturidade. Inclusive, foi por isso que a lei que possibilitou a realização do *equity crowdfunding* nos Estados Unidos é batizada de *Jumpstart Our Business Startups Act – JOBS Act*. Em tradução livre, “Lei para Impulsionar nossas *Startups*”.

Do ponto de vista jurídico, a abertura de uma sociedade para o investimento do público externo não é condizente com os tipos societários que podem se enquadrar como ME ou EPP. Relembra a doutrina brasileira a antiga, porém importantíssima, classificação das sociedades em “de pessoa” e “de capital”. Neste sentido, leciona Sérgio Campinho:

As sociedades podem também estar classificadas tendo em consideração a pessoa dos sócios. Dependendo da sua estruturação econômica, na qual se irá verificar a influência maior ou menor da condição pessoal do sócio, podem as sociedades ser divididas em sociedades de pessoa e sociedades de capital. Nas primeiras, a figura do sócio é o elemento fundamental da formação societária. A sociedade se constitui tendo por referência a qualidade pessoal do sócio. Fica ela, nesse contexto, subordinada à figura do sócio (conhecimento e confiança recíproca, capacitação para o negócio, etc.). Nas segundas, o ponto de gravidade da sociedade não reside na qualificação subjetiva do sócio, mas sim na sua capacidade de investimento. A importância está na contribuição do sócio para a formação do capital social, sendo relegado a um plano secundário a sua qualificação pessoal. Para tais sociedades é desinfluyente quem é o titular da condição de sócio, mas sim a contribuição material que ele é capaz de verter para os fundos sociais.  
(...)

São sociedades de pessoa, a sociedade em nome coletivo, a sociedade em comandita simples, a sociedade limitada e a sociedade simples. De capital são as sociedades anônimas e em comandita por ações<sup>45</sup>.

Em resumo, as sociedades se dividem em (a) sociedades de pessoa, nas quais as qualidades pessoais dos sócios se sobrepõem ao capital por eles aportado para a realização do objeto social; e em (b) sociedades de capital, nas quais prevalece o aspecto pecuniário da contribuição de cada sócio para a formação do capital social, pouco importando a figura pessoal do sócio.

Também é entendimento majoritário que a sociedade anônima é a sociedade de capital por excelência, sendo o tipo societário criado pelo direito para a elaboração e o desenvolvimento de empreendimentos que exigem um aporte de capital de tal magnitude que pouco importam as qualidades pessoais dos sócios, desde que ofereçam os recursos financeiros necessários. Tanto é assim que, em regra, os acionistas podem ser substituídos a partir da mera transferência de ações, sem que necessitem de qualquer autorização dos demais para tanto, tão irrelevante as características pessoais de cada um<sup>46</sup>.

Por outro lado, outros tipos societários, como é o caso da sociedade limitada, são destinados a empreendimentos realizados por pessoas que possuem maior afinidade, que estão em sociedade por conta de característica subjetiva (*affectiosocietatis*).

Feitas tais considerações, torna-se evidente a incoerência do permissivo para realização de *equity crowdfunding* atualmente utilizado no Brasil. Enquanto sociedades de pessoa, incluindo até sociedades simples, podem se utilizar da dispensa automática do artigo 5º

---

45 CAMPINHO, Sérgio. *O direito de empresa à luz do Código Civil*. 13ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 58-59.

46 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1997, v. 1, p. 5.

da Instrução CVM nº 400/2003 para realizar uma oferta pública via *equity crowdfunding*, as sociedades anônimas não podem utilizar tal permissivo com tamanha simplicidade.

Caso uma sociedade anônima queira se valer de uma possível dispensa de registro para utilizar-se do financiamento coletivo *online*, deverá, além de se registrar como emissora, nos termos da Instrução CVM nº 480/2009, efetuar o já descrito procedimento de requerimento previsto no artigo 4º da mesma instrução, ficando à mercê de uma decisão favorável da autarquia com base em conceitos demasiadamente amplos como “interesse público” e “informação ao investidor”.

Basicamente, a situação ambígua que se consolidou foi a seguinte: o tipo societário criado com intuito de realizar seu objeto e captar recursos junto à poupança popular (sociedade anônima) se vê impossibilitado de utilização para o que hoje cresce como uma das formas mais eficazes de financiamento coletivo; por outro lado, tipos societários que são inclusive definidos em função da relação de proximidade entre seus sócios (*affectiosocietatis*) podem se valer de uma dispensa que permite o aporte de capital de um número indeterminado de pessoas almejando a posição de sócios.

Note-se que o modelo atual de realização do financiamento coletivo só ocorre exatamente por falta de uma regulamentação. Logicamente, caso fosse permitido que as sociedades anônimas emitissem valores mobiliários, via *crowdfunding*, com tamanha simplicidade que hoje é dada às ME e EPP, é bem mais provável que aquele tipo societário fosse adotado do que estes últimos, pelos seguintes motivos:

- (i) não seria necessária a emissão de títulos de dívida conversíveis, podendo a sociedade emitir diretamente ações ou até mesmo debêntures conversíveis atingindo os mesmos resultados que os buscados;
- (ii) seria dada a oportunidade da sociedade utilizar o *equity crowdfunding* de forma mais alongada, podendo captar quantias maiores ao longo do tempo (atualmente existe limite temporal para cessar a captação de uma *startup* via

*equity crowdfunding*: atingida a data de vencimento dos primeiros títulos emitidos, a sociedade deve obrigatoriamente se transformar em sociedade anônima, não podendo mais se valer do instrumento);

- (iii) a sociedade anônima foi desenvolvida de forma a priorizar o capital investido. Isso quer dizer que ela apresenta mecanismos de forma a melhor regular a relação entre aqueles que possuem interesse estritamente pecuniário (investidores) e aqueles que visam participar da gestão do negócio.

Toda a estrutura jurídica construída para possibilitar o *equity crowdfunding* estabeleceu poderes e garantias aos investidores que não se efetivam (ou podem não se efetivar) enquanto os títulos de dívidas emitidos por *startups* não forem convertidos em ações.

Embora seja possível que os títulos estabeleçam extensa disciplina de prerrogativas que podem ser exercidas pelos investidores adquirentes, não há qualquer imposição legal ou regulamentar que garanta a existência de tais poderes.

Recentemente, a CVM colocou em audiência pública a aguardada minuta de instrução que dispõe sobre o *investment-based crowdfunding*, nomenclatura utilizada pela autarquia para abranger a emissão de valores mobiliários em geral, não se limitando àqueles que oferecem como contrapartidas títulos de participação (*equity*)<sup>47</sup>. A proposta também revoga o permissivo do artigo 5º, III, da Instrução CVM nº 400/2003, fato que submeterá todas as campanhas de *crowdfunding* em que são oferecidos valores mobiliários à nova regulamentação.

A proposta da minuta é estabelecer um marco regulatório completo para a dispensa de registro das ofertas de valores mobiliá-

---

47 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016. Disponível em: “[http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2016/sdm0616.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0616.html)”. Acesso em: 22 ago. 2016.

rios realizadas e distribuídas a partir de campanhas de *crowdfunding*. Para tanto, a CVM sugere a criação do conceito de “empreendedor de pequeno porte”, definido como:

(...) sociedade regularmente constituída no Brasil com receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários perante a CVM.<sup>48</sup>

Com isso, as emissoras não mais precisariam se enquadrar como microempresas ou empresas de pequeno porte e, mais importante, criar-se-ia a possibilidade de que sociedades anônimas utilizassem as campanhas de *equity crowdfunding* para distribuição de valores mobiliários de sua emissão, sendo, portanto, sanada a incoerência hoje existente.

Por outro lado, preferiu a CVM não permitir que as companhias abertas, já registradas como emissoras de valores mobiliários, utilizem-se do instrumento.

Além disso, a captação de recursos realizada nos moldes da minuta deverá contar necessariamente com o intermédio de “plataforma eletrônica de investimento participativo”, definida como:

(...) pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de empreendedores de pequeno porte realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores.<sup>49</sup>

---

48 *Ibidem*, p. 25.

49 *Ibidem*.

Tais plataformas, portanto, deveriam obrigatoriamente obter um registro específico perante a CVM, não sendo dada a possibilidade, como foi feito nos Estados Unidos, de que as corretoras e distribuidoras de valores mobiliários já cadastradas perante a entidade reguladora também pudessem prestar tal serviço.

A CVM sugere a imposição de alguns requisitos mínimos para as plataformas, como o patrimônio líquido de R\$ 100.000,00, sob argumento de que a plataforma deve ter a capacidade de adquirir e manter sistemas adequados e adotar os controles internos necessários ao cumprimento da regulamentação.

Tendo como base normas do gênero editadas no exterior, especialmente a *Regulation Crowdfunding*, a CVM apresentou formas alternativas de proteção ao investidor sem necessidade de tornar a oferta de valores em si demasiadamente onerosa para as emissoras. Para tanto, foi sugerido o limite de R\$ 5.000.000,00 anuais que podem ser captados pelas emissoras em ofertas do gênero.

A adoção de um limite apenas para as emissoras, como já destacado, não representaria uma real proteção ao investidor, uma vez que, adquirindo títulos de emissores distintos, o investidor poderia aplicar ilimitadamente. Ciente dessa fragilidade, a CVM sugeriu o estabelecimento de limite de aplicação anual por investidor em ofertas dispensadas de registro, no valor R\$ 10.000,00. Tal limitação não se aplicaria a investidores qualificados<sup>50</sup> e aos que possuam patrimônio líquido de investimento ou receita bruta anual superior a R\$ 100.000,00, podendo estes últimos investir até o limite anual de 10% de tal patrimônio.

A responsabilidade pela verificação do limite estabelecido aos investidores é da plataforma, que deverá (a) verificar o montante aplicado pelo investidor em ofertas conduzidas em seu ambiente; (b) solicitar a documentação comprobatória do investidor qualificado ou

---

50 Nos termos da Instrução CVM nº 539/2013.

com patrimônio líquido de investimento ou receita bruta anual superior a R\$ 100.000,00; e (c) obter declaração do investidor de que não ultrapassou os limites estabelecidos na regulamentação em ofertas de outras plataformas.

Como as ofertas públicas realizadas conforme à regulamentação proposta estarão automaticamente dispensadas de registro, a CVM atribuiu também às plataformas o dever de informar os investidores.

Consciente de que a elaboração de um prospecto completo, além de oneroso e demorado, não seria o instrumento de informação adequado aos investidores alvo do *crowdfunding*, a autarquia sugere o estabelecimento das chamadas “informações essenciais sobre a oferta”, que devem ser elaboradas pela emissora, a qual fica responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações, e disponibilizada pela plataforma. As informações incluem: informações sobre o empreendedor de pequeno porte; sobre o plano de negócios; sobre o valor mobiliário ofertado; sobre a prestação de informações contínuas após a oferta; e sobre os riscos envolvidos, dentre outras.

Assim, as plataformas deveriam manter todo o conteúdo sobre as ofertas disponível publicamente para qualquer um que acesse seu endereço eletrônico, bem como deverão manter fórum de discussão sobre as ofertas, sendo vedada a ocultação de comentários negativos, o que amplia o debate e o acesso à informação por parte do investidor.

Destacadas as principais disposições da minuta de instrução sobre o *investment-based crowdfunding*, entende-se que a CVM seguiu a postura correta – já adotada em outros países – de não burocratizar demasiadamente a oferta pública de valores mobiliários realizada em campanha de *crowdfunding*, ao mesmo tempo em que focou em limitações pessoais aos investidores e à própria oferta, além do acesso universal e equitativo às informações essenciais que permitirão aos investidores tomar a decisão de investir ou não.



Resta, portanto, aguardar a conclusão da audiência pública aberta pela CVM a respeito da norma que irá regulamentar o *investment-based crowdfunding* no Brasil, na expectativa de que a redação final da instrução que será editada sobre o tema contemplará a dose correta de proteção aos investidores e desburocratização e eficiência para os empreendedores que pretendam se financiar por tal instrumento.

## **6. Conclusão.**

De todo o exposto, pode-se chegar às seguintes conclusões:

(i) o *crowdfunding* consiste em mecanismo de financiamento pelo público, por meio do qual busca-se levantar pequenas quantias em dinheiro de um grande número de investidores;

(ii) o *equity crowdfunding*, por sua vez, consiste na aplicação do mecanismo de *crowdfunding* para captação de recursos destinados ao financiamento de empreendimentos em estágio inicial de desenvolvimento (geralmente, *startups*);

(iii) a realização de campanha de *crowdfunding*, seja por meio de oferta de ações, seja por meio de oferta de títulos de dívida conversíveis consiste em oferta pública de distribuição de valores mobiliários;

(iv) os custos inerentes ao registro de companhia aberta e do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários perante a CVM, bem como a contratação de instituição intermediária (procedimentos necessários para a realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos termos da Instrução CVM nº 400/2003) são incompatíveis com o estágio de desenvolvimento das sociedades que buscam financiamento por meio de campanhas de *crowdfunding*;

(v) a Instrução CVM nº 400/2003 dispensa o registro de oferta

pública realizada por microempresa e empresa de pequeno porte (limitada ao volume de R\$ 2.400.000,00 em cada período de 12 meses por uma mesma emissora), bem como a Instrução CVM nº 480/2009 dispensa as sociedades enquadradas como microempresa e empresa de pequeno porte do registro de emissor de valores mobiliários. No entanto, a Lei Complementar nº 123/2006 exclui expressamente as sociedades anônimas do tratamento jurídico diferenciado aplicável às microempresas e empresas de pequeno porte, nos termos de seu artigo 3º, § 4º, X;

(vi) as sociedades anônimas encontram-se impedidas de utilizar as dispensas de registro aplicáveis às microempresas e às empresas de pequeno porte;

(vii) embora a utilização das dispensas de registro acima referidas possibilite a realização de campanhas de *equity crowdfunding*, tal estrutura está longe de ser a ideal, pois, por um lado limita o empreendedor (em termos de volume e prazo das operações) e, por outro, não confere qualquer proteção aos investidores;

(viii) o empreendedor que pretende realizar uma oferta de *equity crowdfunding* se vê diante da seguinte encruzilhada: de um lado, pode optar pelo modelo tradicional de oferta pública, que, embora consagre diversos dispositivos de proteção ao investidor, mostra-se ao mesmo tempo muito caro para o empresário em estágio inicial de desenvolvimento; e, de outro lado, pode optar pelo permissivo do artigo 5º da Instrução CVM nº 400/2003, que é muito mais econômico, mas traz excessivos riscos aos investidores; e

(ix) impõe-se a edição de regulação específica para o *equity crowdfunding* no Brasil, de forma a viabilizar o desenvolvimento desse mecanismo de financiamento, devendo-se possibilitar a realização de campanhas de *crowdfunding* por sociedades anônimas de forma menos onerosa e burocrática que uma oferta tradicional prevista na Instrução CVM nº 400/2003, porém com regras que garantam um mínimo de proteção aos investidores que aplicarem recursos em tais campanhas.