

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

CARLOS HENRIQUE DE ARAÚJO FERREIRA

**ASPECTOS PRÁTICOS E JURÍDICOS RELEVANTES DO CROWDFUNDING DE  
INVESTIMENTO**

CARLOS HENRIQUE DE ARAÚJO FERREIRA

**ASPECTOS PRÁTICOS E JURÍDICOS RELEVANTES DO CROWDFUNDING DE  
INVESTIMENTO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à banca examinadora do Curso de Graduação da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto

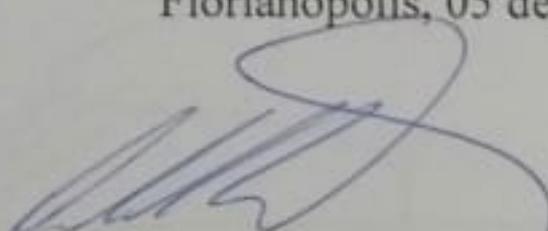
Florianópolis  
2018

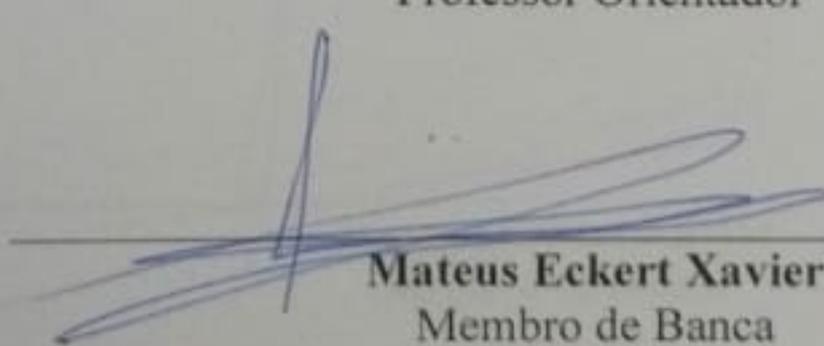
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

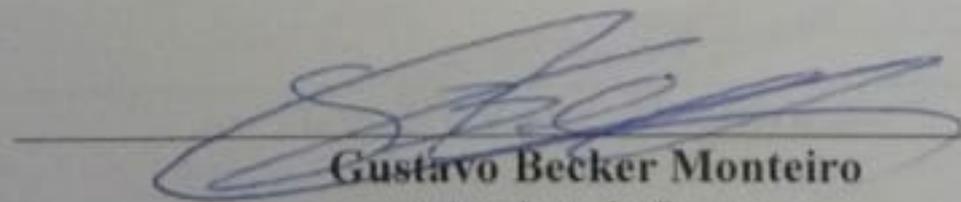
TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado “**Aspectos práticos e jurídicos relevantes do crowdfunding de investimento**”, elaborado pelo acadêmico Carlos Henrique de Araújo Ferreira, defendido em **05/07/2018** e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 10,0 (dez), cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 05 de julho de 2018.

  
\_\_\_\_\_  
**Orlando Celso da Silva Neto**  
Professor Orientador

  
\_\_\_\_\_  
**Mateus Eckert Xavier**  
Membro de Banca

  
\_\_\_\_\_  
**Gustavo Becker Monteiro**  
Membro de Banca



**Universidade Federal de Santa Catarina**  
**Centro de Ciências Jurídicas**  
**COORDENADORIA DO CURSO DE DIREITO**

TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E

ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA

Aluno: **Carlos Henrique de Araújo Ferreira**

RG: **7006673-SSP/SC**

CPF: **092.489.189-05**

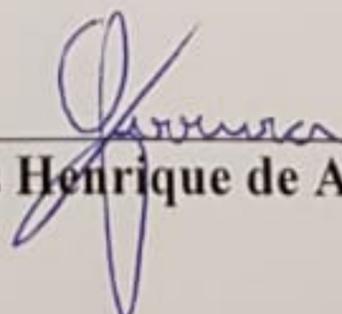
Matrícula: **13100102**

Título do TCC: **Aspectos práticos e jurídicos relevantes do crowdfunding de investimento.**

Orientador: **Orlando Celso da Silva Neto**

Eu, **Carlos Henrique de Araújo Ferreira**, acima qualificado(a); venho, pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria, acima referido.

Florianópolis, 05 de julho de 2018.

  
\_\_\_\_\_  
**Carlos Henrique de Araújo Ferreira**

## AGRADECIMENTOS

A Deus, o motivo do meu viver e em quem me regozijo, a razão de todas as minhas conquistas, mas sendo dEle toda a honra e toda glória. Hoje me torno perito das leis, que busca através do Direito o cumprimento da justiça. Entretanto, ressalto que tenho para mim que, *"de todos os tipos de conhecimento que podemos obter, o conhecimento de Deus e o de nós mesmos são os mais importantes"* - Jonathan Edwards.

À minha família, em especial meus pais, Paulo e Sheila, e minha irmã, Vanessa, por todo amor e carinho que carrego durante todos os dias da minha vida, como também pelo suporte incondicional nas minhas decisões, nunca medindo esforços para amparar as minhas necessidades.

A Carolina Bündchen, por toda paciência, encorajamento, parceria e amor, sempre demonstrando confiança no meu potencial e me lembrando das verdades que sustentam a minha vida.

A todos os meus amigos, irmãos e irmãs que Deus me proporcionou, os quais me alegram com conversas produtivas, reflexões, amparo, e claro, muitas risadas.

Ao escritório Silva Neto Advogados Associados, e a todos que lá tive a oportunidade de conviver. Especial agradecimento aos nobres juristas, Dr. João De Bona Filho, meu mentor, e ao Dr. Orlando Celso da Silva Neto, que sempre me acolheram e acreditaram em mim, uma relação que marcou a minha graduação e foi fundamental para minha formação profissional.

*“(...) a uma coisa estou resolvido, isto é, a correr enquanto possa; e quando já não possa correr, caminharei devagar; e quando isto me seja impossível me arrastarei, pois em quanto ao essencial, graças Àquele que me ama, estou decidido” - O Peregrino, de John Bunyan.*

## RESUMO

Desde a crise de crédito de 2008, muitas empresas em seus estágios iniciais deixaram de existir por não conseguirem arrecadar recursos suficientes para desenvolver suas ideias e projetos. As formas de financiamento tradicionais, através de empréstimos bancários, fundos de investimento e investidores anjo, nem sempre estão disponíveis no mercado e, quando estão, seus operadores nem sempre estão dispostos a arriscarem investimentos em negócios que ainda não possuem resultados ou histórico de crédito. Dentro deste contexto, alinhando a ideia do poder da multidão com a existência dessa lacuna de alternativas no mercado para se poder obter financiamento, foi que surgiu o *crowdfunding*. Nesta senda, o objetivo deste trabalho é realizar uma análise sobre os aspectos práticos e jurídicos relevantes, em especial, do *crowdfunding* de investimentos, que se apresenta como modalidade de financiamento coletivo onde a empresa investida oferece, como contrapartida, a distribuição de valores mobiliários. Para tanto, valeu-se da técnica de pesquisa bibliográfica em fontes primárias e secundárias, como também de pesquisa qualitativa através da análise da norma específica, no caso, a Instrução CVM n. 588/2017 com a respectiva exposição de motivos, e pela observação do *modus operandi* adotado pelas plataformas eletrônicas. O intuito do estudo é averiguar como é intermediada a relação entre empresa investida e investidor, incluindo a análise dos instrumentos jurídicos adequados para formação dessa tríade a fim de que, ao final, estabeleça-se um parâmetro de verificação dos impactos da regulação neste mercado. Verificou-se ao longo do trabalho que o *crowdfunding* de investimento ainda é uma novidade para os brasileiros, como também para a doutrina, de modo que esta figura ainda carece de maiores investigações. Viu-se que a instrução normativa trazida pela CVM veio em boa hora, estabelecendo limites e condições importantes para funcionalidade deste mecanismo de funcionamento, buscando-se conciliar a necessidade de proteção do investidor, em face da assimetria de informações em relação a empresa investida, com a necessidade de tornar o mercado de *crowdfunding* viável, e não demasiadamente oneroso e complexo. Observou-se, também, a variedade de contrapartidas que as empresas podem oferecer ao investidor, o que resulta, por conseguinte, nos mais variados arranjos jurídicos contratuais possíveis para moldar a vontade das partes. Percebeu-se que os contratos de investimento podem ser complexos ou não, dependendo do objetivo das partes, não existindo ainda um padrão ou modelo contratual nacional praticado entre as plataformas. Por fim, concluiu-se, que ainda há a necessidade de refinamento doutrinário e de pesquisa no Brasil sobre o tema; de modo que hoje já há uma regulamentação sólida a seu respeito, a qual trouxe segurança jurídica para os personagens que têm interesse em participar dessa forma de distribuição de créditos e títulos, mas que ao longo dos próximos anos pode precisar ser alterada para se adaptar à realidade e maturidade deste mercado.

**Palavras-chave:** Financiamento coletivo. Crowdfunding de investimento. CVM. Regulamentação. Modus operandi. Plataformas eletrônicas. Contratos de investimento.

## ABSTRACT

Since the credit crunch of 2008, many early-stage companies have ceased to exist because they could not raise enough funds to develop their ideas and projects. Traditional forms of financing, for example, bank loans, investment funds, and angel investors are not always available in the market and when it is, they are not always willing to take risk investments in businesses that still do not have results. In this context, it was aligning the idea of the crowd's efficiency with the existence of this gap of alternatives in the market to obtain financing, that the crowdfunding emerged. The goal of this work, therefore, is to perform an analysis on the relevant practical and legal aspects concerning the investment-based crowdfunding, which is presented as a financing modality where the invested company offers in return the distribution of securities to its investors. To address this, the study is based on the examination of research papers and articles, but mainly by the analysis on the regulation brought out by Brazil's financial regulatory authority (CVM) through the "Regulation CVM n. 588/2017", as well as by the observation of the *modus operandi* adopted by the crowdfunding platforms, in order to ascertain how the relationships between companies and investors are brokered, including the analysis of the legal instruments adopted by them. It has been found throughout the study that investment-based crowdfunding is still a novelty for the market, as well as for scholars, in a sense that it still lacks for further investigation. This research shows that the regulation brought out by CVM came in good time, establishing important limits and conditions for the crowdfunding's functionality, and it was able to reconcile the need for investor protection, given the asymmetry of information with the invested company, and the need to make the crowdfunding market feasible, not turning it into a costly and complex mechanism. It was noted the variety of counterparties that companies can offer to investors, which can lead to varied contractual arrangements. Based on this knowledge, therefore, there is still a need for scholars to delve deeper into this subject in Brazil; specially because today there is sound regulation on this issue, which has given legal certainty to the characters who are interested in participating in this form of distribution of credits and securities, but which in the coming years may need to be modified to adapt to the forthcoming reality and maturity of this market.

**Keywords:** Crowdfunding. Investment-based. Regulatory body. Regulation. Platforms. Modus operandi. Investment contracts.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>1 CROWDFUNDING.....</b>	<b>13</b>
1.1 HISTÓRIA.....	13
1.2 O PODER DA MULTIDÃO .....	18
1.3 DEFINIÇÃO .....	22
1.4 MODALIDADES DE CROWDFUNDING.....	26
<b>1.4.1 CROWDFUNDING BASEADO EM DOAÇÕES .....</b>	<b>26</b>
<b>1.4.2 CROWDFUNDING BASEADO EM RECOMPENSAS .....</b>	<b>29</b>
<b>1.4.3 CROWDFUNDING BASEADO EM EMPRÉSTIMOS .....</b>	<b>30</b>
<b>2 CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO.....</b>	<b>33</b>
2.1 DEFINIÇÃO E FUNÇÃO SOCIAL.....	33
2.2 FATORES QUE ENVOLVEM O SUCESSO DE UMA CAMPANHA DE CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO .....	36
2.3 MECANISMOS DE FUNCIONAMENTO.....	40
2.4 CONTRAPARTIDA: A OFERTA DE VALORES MOBILIÁRIOS .....	43
<b>2.4.1 CONTRATOS DE INVESTIMENTO COMO VALORES MOBILIÁRIOS             .....</b>	<b>43</b>
2.5 REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO DO CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO	47
<b>2.5.1 A COMPETÊNCIA DA CVM PARA REGULAR E FISCALIZAR O             CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO.....</b>	<b>50</b>
<b>3 ASPECTOS PRÁTICOS E JURÍDICOS RELEVANTES DO CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO.....</b>	<b>55</b>
3.1 ANÁLISE DA INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 588 .....	55
<b>3.1.1 – CONDIÇÕES GERAIS DA OFERTA PÚBLICA DISPENSADA DE             REGISTRO .....</b>	<b>56</b>
<b>3.1.2 – CRITÉRIOS DE ELEGIBILIDADE DO EMITENTE DA OFERTA.....</b>	<b>60</b>
<b>3.1.3 – CRITÉRIOS DE PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES .....</b>	<b>63</b>
<b>3.1.4 – A FORMAÇÃO DE SINDICATOS DE INVESTIMENTO             PARTICIPATIVO .....</b>	<b>64</b>
<b>3.1.5 – CRITÉRIOS E DEVERES DA PLATAFORMA ELETRÔNICA.....</b>	<b>67</b>
3.2 INSTRUMENTOS JURÍDICOS REPRESENTANTES DO VALOR MOBILIÁRIO	70
<b>3.2.1 ANÁLISE DO CONTRATO UTILIZADO PELA PLATAFORMA KRIA</b>	<b>74</b>
<b>3.2.2 – BREVISSÍMOS COMENTÁRIOS SOBRE OS INSTRUMENTOS             JURÍDICOS UTILIZADOS POR OUTRAS PLATAFORMAS.....</b>	<b>81</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>85</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>90</b>

## INTRODUÇÃO

O presente estudo, apresentado como Trabalho de Conclusão de Curso do Curso de Graduação em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina, busca trazer os aspectos práticos e jurídicos relevantes do *crowdfunding* de investimento, também conhecido na literatura estrangeira como *investment-based crowdfunding* ou *equity crowdfunding*. A partir do arcabouço histórico e teórico dos fundamentos deste mecanismo de captação de recursos para empresas de pequeno porte, especialmente as *startups*, serão analisados os principais pontos da regulamentação trazida pela Instrução CVM n. 588/2017, bem como as principais cláusulas dos contratos de investimento que são utilizados pelas plataformas eletrônicas de *crowdfunding*.

Para delimitação do tema, ver-se-á como a norma analisada foi estruturada e quais são seus impactos no dia a dia dos participantes envolvidos no *crowdfunding* de investimento. Outrossim, observar-se-á, ao longo do trabalho, a prática adotada pelos personagens deste mecanismo de financiamento coletivo, através da análise de como os investimentos são negociados, e como o instrumento jurídico é estruturado de forma a balizar a relação jurídica entre a plataforma eletrônica, a empresa emissora, e o investidor.

Sobre a justificativa, o *crowdfunding* de investimento tem se expandido no mundo depois que os países, através de seus órgãos reguladores responsáveis, passaram a regular o seu funcionamento. Essa expansão é ainda mais latente no Brasil, haja vista que a normatização só veio a surgir em 13 de julho de 2017, quando a CVM editou a Instrução n. 588. Até então, pouquíssimas campanhas de *crowdfunding* de investimento haviam sido lançadas no país. Isso porque, a insegurança jurídica era enorme, haja vista tratar-se de distribuição de valores mobiliários ofertados publicamente sem registro na CVM, ou seja, matéria delicada e que pode trazer muitas consequências indesejadas para seus participantes se feitas sem o rigor técnico e jurídico adequados.

Outrossim, o *crowdfunding* de investimento se apresenta como uma ótima alternativa para empreendimentos, especialmente as *startups*, que se encontram em seus estágios iniciais de desenvolvimento e que, por isso, precisam de capital para expandir suas ideias e projetos. Para tanto, normalmente, as empresas recorreriam aos tradicionais meios de financiamento, como por exemplo, empréstimos através de instituições financeiras. Entretanto, por serem negócios sem histórico de crédito e sem condições de prestarem garantias, esses empreendimentos possuem dificuldades em obtê-los. Outra forma de financiamento se dá através dos fundos de investimento, especialmente de *seed capital*, aceleradoras ou, então, de

investidores anjo. Todavia, esses tipos de financiamento também não são obtidos tão facilmente, e suas ofertas no mercado ainda não são muito inclusivas, de forma que, para que esses investidores especializados aportem recursos nessas empresas, é necessário apresentar resultados interessantes e promissores ou, então, que possuam um produto ou serviço “infalível” para oferecer ao mercado.

Portanto, o *crowdfunding* de investimento, como forma de captação de recursos da “multidão” através da oferta de valores mobiliários, é, sem dúvidas, uma das soluções disponíveis para os problemas de crédito enfrentado por empresas em suas fases iniciais. Ademais, trata-se de uma via de mão dupla, na medida em que investidores inexperientes poderão ter a oportunidade de participarem da história de formação de uma empresa e, ainda, terem algum tipo de participação financeira nesse empreendimento, que poderá resultar, em casos de sucesso, em um generoso retorno financeiro.

Nesta senda, diante da relevância do tema, e considerando a escassez de materiais doutrinários e de apoio, a justificativa do presente estudo é situar os entusiastas da matéria sobre os aspectos práticos e jurídicos mais relevantes do *crowdfunding* de investimento, de forma a proporcionar uma visão geral de como funciona essa figura. Ainda, o presente trabalho visa aclarar a dúvida se a regulação trazida pela CVM foi um óbice ao exercício do *crowdfunding* de investimento no Brasil.

Ato contínuo, a metodologia utilizada consiste no método de abordagem dedutivo, partindo de uma pesquisa bibliográfica em fontes primárias e secundárias, com revisão de textos, para uma pesquisa qualitativa, através da análise da norma específica, no caso, a Instrução CVM n. 588/2017 com a respectiva exposição de motivos, e pela observação do *modus operandi* adotado pelas plataformas eletrônicas, incluindo o exame dos contratos de investimentos utilizados por essas plataformas.

Como estrutura, optou-se pelo recorte do trabalho em três capítulos. O primeiro é dedicado ao exame genérico do *crowdfunding*. Busca-se, portanto, contextualizar o “instituto” do *crowdfunding* em geral. Para isso, elucida-se o seu esforço histórico, o conceito atual, os elementos e funções caracterizadores, como também suas modalidades ou espécies.

O *crowdfunding* de investimento é o foco do segundo capítulo. Neste momento, a abordagem é focada para esta modalidade em específico, começando-se pela definição e função social desta figura, destacando-se os fatores que envolvem o sucesso de uma campanha e os mecanismos básicos de funcionamento. Em seguida, passa-se a discorrer sobre a natureza da contrapartida ofertada pela empresa que busca os investimentos, explicando-se, brevemente, sobre o conceito de valor mobiliário e, depois, a demonstração de que os

contratos de investimento representam os valores mobiliários negociados. Ao final, discorre-se sobre os aspectos fiscalizatórios e regulatórios do *crowdfunding* de investimento, demonstrando-se que cabe a Comissão de Valores Mobiliários fiscalizá-lo e regulá-lo.

O terceiro e último capítulo, num primeiro momento, destina-se à análise do atual regulamento da CVM que trata especificamente do *crowdfunding* de investimento. Ao longo deste capítulo, são destacadas as principais condições gerais da oferta pública dispensada de registro, os critérios de elegibilidade do emitente da oferta, os critérios de participação dos investidores e os deveres da plataforma eletrônica.

Por fim, procedeu-se também ao estudo dos contratos de investimento representativos de valores mobiliários. Começando-se por uma análise mais completa do instrumento jurídico adotado pela plataforma eletrônica Kria, o qual representa um dos arranjos contratuais mais comuns neste tipo de mercado. Passa-se, ao final, a tecer comentários gerais sobre os outros tipos de instrumentos utilizados pelas demais plataformas, destacando-se suas principais diferenças.

A aprovação do presente Trabalho de Conclusão de Curso não representa o endosso do Professor Orientador, da Banca Examinadora e do CCJ/UFSC ao conjunto de ideias e considerações sobre as quais se fundamenta ou que nele são expostos.

# 1 CROWDFUNDING

## 1.1 HISTÓRIA

Muitos se referem ao *crowdfunding* como um “fenômeno novo” ou, na pior das hipóteses, a “nova bolha”. No entanto, não é tão novo quanto se pode pensar; como um conceito, já existe há alguns séculos.

A prova disso remonta a Alexander Pope, em 1713. Pope era um poeta inglês que começou a traduzir as antigas obras do poeta grego Homer, foi uma tarefa monumental que levou mais de cinco anos. Para tornar isto possível, Pope promoveu uma campanha de doações em uma obra escrita um ano antes do início das traduções intitulada “*Rape of the Lock*”, garantindo àqueles que contribuíssem financeiramente com seu projeto de tradução, uma menção honrosa de seus nomes na primeira tradução da obra “*Iliada*”. Ao final, cerca de 750 pessoas contribuíram.<sup>1</sup>

Outro marco histórico importante, foi a captação de recursos da “multidão” para construção do pedestal da estátua da liberdade, nos EUA, em 1874. Liderando o esforço de captação de recursos nos Estados Unidos da América, estava o renomado jornalista Joseph Pulitzer, editor do *New York World*. Esta foi provavelmente a primeira campanha de *crowdfunding* promovida através da imprensa. Ao final, conseguiu-se arrecadar 100 mil dólares para construção do pedestal da estátua, contando com a contribuição de mais de 160 mil americanos.<sup>2</sup>

Nessa esteira, as novidades que se encontram no *crowdfunding*, no século XXI, estão na tecnologia e no *mindset* do mercado, os quais projetam para esse sistema de captação de recursos um novo impulso. Por esta razão, faz-se-á um registro cronológico histórico, levando-se em consideração os principais eventos que levam ao que agora se conhece como *crowdfunding*. Ou seja, no escopo deste trabalho considerar-se-á o *crowdfunding* estritamente em sua conexão com a *web*, através das chamadas “plataformas eletrônicas”.

A *web* e a multidão são dois elementos essenciais para se definir o *crowdfunding* como uma atividade, os primeiros exemplos talvez pudessem ser observados no final dos anos 90, quando alguns projetos financiados por campanhas na internet começaram a aparecer.

---

<sup>1</sup> SANTOS, João Vieira dos. Crowdfunding como forma de captação das sociedades. **Revista Eletrônica de Direito**, Coimbra, v. 2, p.1-39, jun. 2015. p. 7.

<sup>2</sup> GURU, Impact. **12 Key Moments in the History of Crowdfunding (so far)**. Disponível em: <<https://medium.com/@ImpactGuru/12-key-moments-in-the-history-of-crowdfunding-so-far-3f614273d95>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

Artistas criativos - dotados de uma base de fãs leais e agora conectados - começaram a pedir às suas “multidões” que financiassem novas músicas, álbuns, e turnês. Por exemplo, o grupo de rock britânico Marillion, que arrecadou 60 mil dólares em 1997 para financiar sua turnê americana usando uma campanha de arrecadação na internet, o “*Tour Fund*”.<sup>3</sup>

Da mesma forma, os projetos sociais, que já realizavam campanhas de arrecadação de fundos, começaram a ver o potencial da *web* e das multidões quando, em 2001, a *JustGiving* foi fundada como uma plataforma de captação de doações para projetos sociais. Ao longo de 17 anos, milhares de projetos espalhados em mais de 160 países foram agraciados, arrecadando-se mais de 4.5 bilhões de dólares ao todo.<sup>4</sup>

Acredita-se que Michael Sullivan cunhou o termo *crowdfunding* pela primeira vez em 2006, com o lançamento do *fundavlog*, uma tentativa frustrada de criar uma incubadora para projetos e eventos relacionados a videoblog, incluindo uma simples funcionalidade de financiamento coletivo.<sup>5</sup>

Todavia, já em 2005, foi lançada a *Kiva*, a primeira plataforma a permitir que empreendedores emprestassem dinheiro para o fomento de negócios que visassem amenizar a pobreza no mundo. A *Kiva* é hoje uma das plataformas de microcrédito de maior sucesso, tendo em vista que já arrecadou mais de um bilhão de dólares através de financiamentos coletivos, e com uma excelente taxa de reembolso de 97%.<sup>6</sup>

Esse modelo foi desenvolvido e expandido para o que hoje é conhecido como empréstimo *peer-to-peer* (ponto a ponto, em tradução livre), tornando-se uma alternativa aos empréstimos bancários tradicionais,<sup>7</sup> e cresceu para acomodar o processo de emprestar dinheiro fora dos países em desenvolvimento.<sup>8</sup>

<sup>3</sup> MASTERS, Tim. **Marillion 'understood where the internet was going early on'**. Disponível em: <<http://www.bbc.com/news/entertainment-arts-23881382>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

<sup>4</sup> JUSTGIVING. **About us**. Disponível em: <<https://www.justgiving.com/about-us>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

<sup>5</sup> STIVER, Alexandra et al. Civic crowdfunding research: Challenges, opportunities, and future agenda. **New Media & Society**. The Open University, UK, p. 1-23. nov. 2014. p. 19.

<sup>6</sup> BUSINESSWIRE. **Kiva.org Reaches \$1 Billion Milestone in Crowd-Funding Loans Disbursed Globally**. Disponível em: <<https://www.businesswire.com/news/home/20170626005236/en/Kiva.org-Reaches-1-Billion-Milestone-Crowd-Funding-Loans>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

<sup>7</sup> Esse mecanismo se tem mostrado muito eficaz em tempos de crise, sendo considerado uma alternativa ao discricionário e abusivo *spread* bancário. O Brasil hoje tem o segundo maior *spread* bancário do mundo, perdendo apenas para Madagascar. Vê-se, portanto, que essa ferramenta tem ainda muito a crescer nas terras tupiniquins, visto que são inúmeras as vantagens desse sistema: menos burocracia; conveniência; eficiência; rapidez; juros mais baixos; maior rentabilidade de investimento; taxas mais justas para todos. Cf.

LAPORTA, Taís. **Spread bancário cai em 2017, mas ainda está entre os mais altos do mundo**. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/spread-bancario-cai-em-2017-mas-ainda-esta-entre-os-mais-altos-do-mundo.ghtml>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

<sup>8</sup> LARRIMORE, L et al. Peer to peer lending: The relationship between language features, trustworthiness, and persuasion success. **Journal of Applied Communication Research**. Ithaca, p. 19-37. jan. 2011. p. 23.

Um dos primeiros sites de empréstimo *peer-to-peer* a serem lançados foi o *Zopa*, uma empresa sediada em Londres que fornece um serviço de empréstimo de dinheiro online.<sup>9</sup> Em 2005, a *Prosper* foi a primeira empresa no segmento de empréstimos *peer-to-peer* lançada nos EUA.<sup>10</sup> Em 2007, o *LendingClub* lançou o segundo site de empréstimo *peer-to-peer*,<sup>11</sup> e na data da consulta, em 31/03/2018, a plataforma já havia movimentado mais de 35 bilhões de dólares em empréstimos, sendo que 61,45% dos mutuários do *LendingClub* relataram que usaram esses empréstimos para refinarar empréstimos já existentes ou, então, para pagar seus cartões de crédito.<sup>12</sup>

Empresas de empréstimos no modelo P2P floresceram em meio à crise de crédito global, em parte porque se apresentam como uma alternativa atraente para mutuários que não preenchem os requisitos necessários para obtenção de empréstimos em um banco tradicional, e parte por oferecerem juros mais baixos.<sup>13</sup> Na verdade, no final, o que essas redes P2P fazem, que os bancos não podem (ou não querem), é deixar as pessoas alinharem seus investimentos com indivíduos ou causas nas quais acreditam.

Em 2008, a plataforma *IndieGoGo* foi fundada por Danae Ringelmann, Slava Rubin e Eric Schell na Califórnia com o intuito de “democratizar a arrecadação de fundos” e “capacitar empreendedores criativos com ferramentas *Do-It-With-Others* (DIWO).<sup>14</sup> Em 2009, a *Kickstarter*, limitada aos EUA, iniciou suas atividades para criar uma “nova maneira de financiar a criatividade”.<sup>15</sup> Essas plataformas são, hoje, duas das plataformas de *crowdfunding* mais populares do mundo, e o seus princípios de funcionamento são os mesmos: um grande grupo de pessoas pode reunir seu dinheiro para ajudar a financiar uma ideia. A verdadeira novidade que eles trouxeram foi que, quando alguém contribui para esses projetos, elas não devem esperar receber dinheiro de volta, ou seja, dependendo do nível de promessas, o candidato pode receber recompensas, mas não dinheiro.<sup>16</sup>

<sup>9</sup> ZOPA. **Our story**. Disponível em: <<https://www.zopa.com/about/our-story>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>10</sup> PROSPER. **Our Story**. Disponível em: <<https://www.prosper.com/home/about>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>11</sup> LENDINGCLUB. **About us**. Disponível em: <<https://www.lendingclub.com/company/about-us>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>12</sup> LENDINGCLUB. **Lending Club Statistics**. Disponível em: <<https://www.lendingclub.com/info/statistics.action>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>13</sup> LARRIMORE, L. op. cit., loc. cit.

<sup>14</sup> COPELAND, Adam J. Crowdfunding a New Church: A Multimodal Analysis of Faith-Related Giving Rhetoric on Indiegogo. **Heidelberg Journal of Religions On The Internet**. Heidelberg, p. 1-19. set. 2015. p. 3

<sup>15</sup> ENNICO, Cliff. **The Crowdfunding Handbook: Raise Money for Your Small Business or Start-Up with Equity Funding Portals**. Fairfield: Amacom, 2016. p. 16.

<sup>16</sup> Essa foi a ideia inicial e que permaneceu por muitos anos, todavia, no final de 2016 a plataforma Indiegogo já passou a oferecer serviços na modalidade de *equity crowdfunding* (*crowdfunding* de investimento), o qual é objeto deste trabalho e que traz ao *crowdfunding* um caráter econômico-financeiro não só para aquele que promove a campanha, mas também para aquele que a apoia. Cf. QUITNER, Jeremy. **Indiegogo Launches Its**

A plataforma *Kickstarter*, em 26/05/2018, já conta com 144 mil projetos financiados, representando mais de 3 bilhões de dólares capitalizados através de pouco mais de 14 milhões de financiadores.<sup>17</sup> A plataforma *IndieGoGo* também demonstra um excelente resultado, na medida em que em seus 10 anos já captou mais de 1.3 bilhões de dólares, os quais estão espalhados entre os mais de 800 mil empreendedores que apostaram nessa modalidade de captação de recursos.<sup>18</sup>

A primeira plataforma conhecida de *crowdfunding* baseada em *equity* (participação) para *startups* foi lançada em versão beta em junho de 2009 pelo *Grow VC Group*,<sup>19</sup> seguida do seu lançamento oficial em fevereiro de 2010.<sup>20</sup> Em fevereiro de 2011, a *Crowdcube* foi lançada por Luke Lang e Darren Westlake, e se tornou a primeira plataforma de *crowdfunding* de investimento do Reino Unido. Entretanto, muitas outras plataformas criadas na época não sobreviveram à escassez de regulação do setor, o que impedia ou dificultava sua operacionalização.

Como exemplo, a empresa *ProFounder*, que lançou o modelo para *startups* levantarem investimentos em maio de 2011, mas decidindo encerrar seus negócios devido a razões regulatórias que os impediam de continuar.<sup>21</sup>

Hoje já existem dezenas de plataformas espalhadas pelo mundo que oferecem o serviço de intermediação para o *crowdfunding* de investimento. A empresa californiana *AngelList* ganha especial destaque,<sup>22</sup> captando mais de 24 milhões de dólares em investimentos para a construção da própria plataforma,<sup>23</sup> ela oferece serviços de *equity crowdfunding* bem como serve de balcão de empregos para *startups*. Com a missão de

**New Equity Crowdfunding Service.** Disponível em: <<http://fortune.com/2016/11/15/indiegogo-equity-crowdfunding-2/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>17</sup> KICKSTARTER. **Stats.** Disponível em: <<https://www.kickstarter.com/help/stats>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>18</sup> TAKAHASHI, Dean. **Indiegogo moves beyond crowdfunding to help startups with manufacturing.** Disponível em: <<https://venturebeat.com/2018/01/15/indiegogo-moves-beyond-crowdfunding-to-help-startups-with-manufacturing/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>19</sup> KUKKOSUO, Miikka. **Venture capital 2.0: Grow VC launches private beta (we have invites).** Disponível em: <<http://arcticstartup.com/venture-capital-2-0-grow-vc-launches-private-beta-we-have-invites/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>20</sup> BUTCHER, Mike. **Grow VC launches, aiming to become the Kiva for tech startups.** Disponível em: <<https://techcrunch.com/2010/02/15/grow-vc-launches-aiming-to-become-the-kiva-for-tech-startups/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>21</sup> RAO, Leena. **Fundraising Platform For Startups ProFounder Shuts Its Doors.** Disponível em: <<https://techcrunch.com/2012/02/17/startup-fundraising-platform-profounder-shuts-its-doors/>>. Acesso em: 15 jun. 2018. /

<sup>22</sup> Muitos acreditam que a *AngelList* foi, na verdade, a primeira empresa a criar o modelo de *equity crowdfunding*, antes mesmo do referido termo se tornar conhecido. A plataforma foi criada inicialmente com o objetivo de promover um “*matchmaking*” entre *startups* e investidores anjos. Cf. CROWDER, David. **AngelList Review.** Disponível em: <<https://goldiraguide.org/angellist-review/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>23</sup> MILLER, Zack. **The Top 7 Biggest Equity Crowdfunding Sites.** Disponível em: <<https://www.thebalancesmb.com/top-biggest-equity-crowdfunding-sites-985234>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

democratizar o processo de captação de investimento, desde 2015, a *AngelList* permite que *startups* captem recursos de investidores anjos sem qualquer taxa administrativa.<sup>24</sup>

Nessa esteira, o *crowdfunding* tem se tornado uma das principais ferramentas de arrecadação de fundos para projetos, causas e empreendimentos. Estima-se que já foram arrecadados mais de 34 bilhões de dólares no mundo por meio dessa modalidade, sendo que o *equity crowdfunding* representa em torno de 2,5 bilhões de dólares dessa quantia, ou seja, tem-se ainda muito potencial de crescimento. Não obstante, o que mais impressiona é o expressivo número atingido pela modalidade *peer-to-peer* de empréstimo, que já atingiu a incrível marca de 25 bilhões de dólares emprestados<sup>25</sup>.

Já no Brasil, as primeiras plataformas de *crowdfunding* começaram a surgir em 2011, como a Catarse, Queremos!, Benfeitoria, Sibite e Vakinha.<sup>26</sup>

A Catarse foi a primeira plataforma brasileira. Criada em janeiro de 2011, até hoje trabalha com as modalidades de *crowdfunding* de doação e de recompensa, captando pouco mais de 81 milhões de reais através de mais de 500 mil apoiadores, financiando mais de 7 mil projetos.<sup>27</sup>

No que diz respeito ao *crowdfunding* de investimento, este começa a surgir no Brasil em 2014, mas passando a operar efetivamente em 2015<sup>28</sup> através das plataformas Broota (pioneira)<sup>29</sup>, Eqseed, Startmeup e Urbe. Entretanto, essa modalidade só começou a ganhar forças a partir de julho de 2017, quando a CVM regulamentou o *crowdfunding* de investimento através da instrução normativa nº 588. Até então, estima-se que o *crowdfunding*

<sup>24</sup> CROWDER, David. **AngelList Review**. Disponível em: <<https://goldiraguide.org/angellist-review/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>25</sup> FUNDLY. **General Crowdfunding Statistics**. Disponível em: <<https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>26</sup> CARVALHO, Rafael. **Quais são e como funcionam as plataformas de crowdfunding no Brasil**. Disponível em: <<https://www.napratica.org.br/crowdfunding-no-brasil/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>27</sup> CATARSE. **Quem somos**. Disponível em: <<https://crowdfunding.catarse.me/quem-somos>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>28</sup> A primeira rodada de investimentos da empresa foi para captar fundos para a própria Broota, o que se repetiu em 2015, arrecadando-se R\$ 650 mil no total. Em 2017, o fundo de investimento Leblon Equities adquiriu 10% da plataforma, e em março de 2018 foi aberta a terceira rodada de captação, abrindo espaço para que os investidores adquirissem até 22% das ações preferenciais representativas da empresa. A Broota remodelou sua marca e hoje é conhecida como Kria, já tendo arrecadado mais de R\$ 16 milhões desde sua criação ajudando 45 empresas a impulsionarem seus negócios. Cf. STARTUPI. **Broota Brasil recebe aporte do fundo Leblon Equities, lança nova marca e abre sua terceira oferta pública**. Disponível em: <<https://startupi.com.br/2018/03/broota-brasil-recebe-aporte-do-fundo-leblon-equities-lanca-nova-marca-e-abre-sua-terceira-oferta-publica/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>29</sup> KRIA. **Nossa história**. Disponível em: <<https://www.kria.vc/nossa-historia>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

de investimento tenha levantado apenas 12,8 milhões de reais através de 44 captações, as quais se dividem entre 42 empresas.<sup>30</sup>

Até maio de 2018, somente outras duas plataformas, além das já mencionadas, estão autorizadas a operar o *crowdfunding* de investimento no país: MyFirstIPO e Glebba.<sup>31</sup> Todavia, a quantidade de investimentos captados, após a regulamentação trazida pela CVM, traz muito otimismo, na medida em que se estima que já foram arrecadados pelo menos 30 milhões de reais entre o período de entrada em vigor da Instrução Normativa nº 588 (julho de 2017), e maio de 2018, ou seja, o mercado cresceu em um ano, no mínimo, 2,5 vezes.<sup>32</sup>

## 1.2 O PODER DA MULTIDÃO

Sabe-se que projetos e novas empresas, em especial as *startups*, enfrentam dificuldades em atrair financiamento externo durante o seu estágio inicial, seja através de bancos, fundos de investimento ou capital próprio.<sup>33</sup> Muitos empreendimentos permanecem sem financiamento, em parte devido à falta de garantia aos investidores, e em parte devido às tentativas frustradas de convencer os investidores do potencial de suas ideias.<sup>34</sup>

É neste cenário que o *crowdfunding* aparece como uma das soluções para essa lacuna na vida dos empreendedores e suas *startups*, decidindo-se utilizar o poder da multidão para financiar essas ideias e projetos.

Na vida, existe aquele velho hábito de se tentar criar ideias visionárias para se conseguir descobrir um método eficaz de captação de recursos. Em certo ponto desta odisséia, chega-se a uma sacada “incrível e infalível”: “se eu arrecadar apenas um real de cada pessoa da minha família, terei X reais; então, se eu arrecadar mais um real, de cada pessoa próxima, terei X + Y; mas se eu conseguir arrecadar mais um real, de cada pessoa no país, então terei milhões!”

<sup>30</sup> PERONI, Bruno Oliva. **Levantamento do mercado de equity crowdfunding no Brasil: maio/2017**. Disponível em: <<https://sebraers.com.br/start-up/levantamento-do-mercado-de-equity-crowdfunding-no-brasil-maio-2017/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>31</sup> BRASIL. Comissão De Valores Mobiliários. **Plataformas eletrônicas de investimento participativo (crowdfunding)**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas\\_de\\_crowdfunding/Plataformas-de-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding-.html](http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Plataformas-de-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding-.html)>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>32</sup> PIVA, Naiady. **Como a “vaquinha virtual” virou um mercado de mais de R\$ 40 milhões**. Disponível em: <<https://www.gazetadopovo.com.br/economia/livre-iniciativa/empreender/como-a-vaquinha-virtual-virou-um-mercado-de-mais-de-r-40-milhoes-04nbvhjqs0iiaiuflplogrbia6>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

<sup>33</sup> Cf. BERGER, Allen; UDELL, Gregory. Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. **The Journal of Business**. Chicago, p. 351-381. fev. 1995; CASSAR, Gavin. The financing of business start-ups. **Journal of Business Venturing**. Nova Iorque, p. 261-283. abr. 2004.

<sup>34</sup> Cf. CASAMATTA, Catherine; HARITCHABALET, Carole. Dealing with Venture Capitalists: Shopping Around or Exclusive Negotiation. **Review of Finance**. Oxford, v. 18, n. 5, p.1743-1773, ago. 2011.

A lógica está longe de estar incorreta, de fato, se cada pessoa contribuir financeiramente com uma causa comum, a depender do número de pessoas e quantia empregada, a arrecadação pode extrapolar quaisquer expectativas. Imagine-se que alguém necessite de cem mil reais, via de regra, esse alguém tentará encontrar uma única pessoa ou instituição que lhe vai fornecer essa quantia (num modelo tradicional de empréstimo), ou seja, seu espectro de opções é reduzido, pois nem todo mundo possui um caixa desses disponível e, se tem, precisa ainda estar com interesse em patrocinar o sujeito ou sua ideia. Todavia, existe uma alternativa, que é de diluir essa quantia requerida por cabeça. Isso faz, por decorrência lógica, com que aumente a quantidade de pessoas capazes de atender a esse chamado, tendo em vista que não será mais necessário solicitar cem mil reais de uma única pessoa, mas sim dez, cinco até mil reais, de várias outras pessoas interessadas, por exemplo; assim como também aumentam as chances de se encontrar mais pessoas que acreditam e se identificam com a ideia divulgada.

Ora, essa é, justamente, a mesma lógica utilizada em qualquer setor da microeconomia. Trata-se, inclusive, da essência da arrecadação fiscal do Estado, são mais de 200 milhões de brasileiros<sup>35</sup> pagando impostos direta ou indiretamente, o que faz do Estado a “pessoa” com maior taxa de “financiamentos” do país, arrecadando-se mais de R\$ 1 trilhão de reais por ano<sup>36</sup>.

A dúvida que remanesce é: por que nem todos prosperam, ou então não conseguem utilizar o poder da massa para promover o sucesso do seu empreendimento, projetos e ideias? Para resposta desta pergunta far-se-á uma análise lógica do próprio comportamento humano.

Primeiramente, para se utilizar do poder da multidão é necessário, primeiro, possuir uma ideia ou projeto capaz de cativá-la. Isso porque, ninguém investe ou contribui, geralmente, naquilo que acredita não ser viável, impraticável, com chances remotas de sucesso ou, até mesmo, que vá contra seus padrões ético-morais. Por isso, o primeiro passo de qualquer empresa, em especial as *startups*, é criar uma ideia inovadora, factível e que possa suprir as necessidades do mercado (que, na maioria das vezes, o próprio mercado nem saiba que exista até descobrir a ideia).<sup>37</sup>

Segundamente, é preciso fornecer segurança para o negócio. Essa preocupação vai desde a existência de autorização legal para o tipo de financiamento pretendido, passando pela

---

<sup>35</sup> Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **População do Brasil**. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>36</sup> IMPOSTÔMETRO. **BRASIL**. Disponível em: <<https://impostometro.com.br/>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>37</sup> AHLERS, Gerrit et al. Signaling in Equity Crowdfunding. **Entrepreneurship Theory and Practice**, **Forthcoming**, Berlim, p. 955-980, fev. 2015. p. 967.

adoção do instrumento jurídico adequado para a operação, até a garantia de que o negócio ofertado não é, na verdade, uma fraude.<sup>38</sup> Nessa esteira, a figura de um intermediador nesses casos é fundamental, pois traz mais confiança para o investidor, na medida em que este interlocutor vai buscar fornecer as informações centrais do negócio, bem como fazer uma seleção criteriosa de quais projetos ou empresas irá intermediar, tudo isso acompanhado de um processo extenso de *due diligence*.

Terceiramente, esses financiamentos ou investimentos, que os inventores e empreendedores procuram, devem trazer consigo a expectativa de um retorno para o investidor. Ninguém investe em algo simplesmente porque quer se desfazer do dinheiro, isso não ocorre nem mesmo nas doações. As pessoas, por sua natureza inclinada, não doam somente porque querem ajudar o próximo, elas ganham sempre algo em troca: aquele sentimento de auto reconhecimento de sua bondade, pois sua benevolência acompanha a sensação de dever cumprido para com a sociedade. Para muitos, isso vale mais do que qualquer outro prêmio, razão pela qual deve sim ser considerado um retorno. Sendo assim, independentemente se o retorno se dá através da entrega de um produto ou serviço, ou dinheiro, ou até de prazer emocional, a empresa, ideia ou projeto devem oferecer algo em troca pelo suporte dos investidores/financiadores.

Quartamente, por fim, talvez o fator mais importante para efetivar a busca de ajuda da massa, é justamente a necessidade que esta pretensão chegue ao conhecimento da multidão com as informações necessárias.<sup>39</sup> Como exemplo de sucesso desta etapa, tem-se novamente a figura do Estado, que consegue fazer com que a população recolha os impostos através da “coação”, recolhendo os tributos diretamente na fonte e, quando não consegue, impõe penalidades para aqueles que não os declaram, somado ao fato de que tem a sua disposição sistema de tecnologia de integração e controle para lançamento e gerência dessas obrigações. Entretanto, no mundo real, isso não é possível. Mas então como os empreendedores ou projetos podem alcançar a massa com suas ideias e pretensões sem dispor desses mecanismos covardes?

Existem diferentes ferramentas para se atingir a atenção da multidão, desde cartas, propagandas em espetáculos e eventos, “porta em porta”, representação comercial, jornais, revistas, televisão, e hoje, talvez a forma mais revolucionária e eficiente, a internet.

---

<sup>38</sup> O Banco Mundial já expressou sua preocupação com o risco de fraudes que as campanhas de crowdfunding podem trazer, especialmente na modalidade de doação e investimento. Cf. WORLD BANK. **Crowdfunding's Potential for the Developing World**. Washington, Dc: World Bank, 2013. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17626>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>39</sup> AHLERS, Gerrit et al. op. cit. p. 7.

Foi graças à internet que o *crowdfunding* se revolucionou e se diferenciou das demais ferramentas ou figuras semelhantes do passado. Estima-se que 4.1 bilhões, das 7.6 bilhões de pessoas no mundo, têm acesso a internet.<sup>40</sup> E a tendência é este número crescer cada vez mais, visto que em 2014, 4.4 bilhões de pessoas não tinham acesso a internet.<sup>41</sup>

Nesse norte, o potencial de crescimento e sucesso das campanhas de *crowdfunding* reside, justamente, na instrumentalização da internet e da tecnologia para que, quando operadas em conjunto, formem uma forte ferramenta de captação de recursos. Ou seja, sem a internet e a tecnologia, o *crowdfunding*, provavelmente, estaria fadado ao fracasso, remanescendo apenas projetos pontuais como aqueles narrados no tópico anterior.

Assim, percebe-se que o poder da multidão é explorado como uma nova ferramenta de captação de recursos frente a crise financeira de 2008, que criou enormes dificuldades não só para pequenos empresários, empreendedores e *startups* em seus estágios iniciais de captação de investimentos, mas também para diversos projetos sociais que dependem da doação para existirem.

Outrossim, vê-se que essa nova modalidade também surgiu para ser utilizada como alternativa de captação de recursos quando, na maioria das vezes, nenhuma instituição financeira se arriscaria a financiar projetos e ideias prematuras.

Por último, um estudo realizado pelo Banco Central em 2013, aponta que o número de famílias em países em desenvolvimento que poderiam participar de campanhas de *crowdfunding*, a partir de uma perspectiva de renda, varia de 240 milhões a 344 milhões. Ainda, o mesmo estudo concluiu que, em 2025, levando-se em conta uma série de outros fatores e expectativas, o *crowdfunding* poderá proporcionar a captação de 90-96 bilhões de dólares por ano, consagrando o poder da multidão.<sup>42</sup>

---

<sup>40</sup> INTERNET WORLD STATS. **Internet usage statistics**. Disponível em: <<https://www.internetworldstats.com/stats.htm>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>41</sup> MCKINSEY & COMPANY. **Offline and falling behind: Barriers to Internet adoption**. San Francisco, 2014. Disponível em: <[https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Industries/High\\_Tech/Our\\_Insights/Offline\\_and\\_falling\\_behind\\_Barriers\\_to\\_Internet\\_adoption/Offline\\_and\\_falling\\_behind\\_barriers\\_to\\_internet\\_adoption\\_full\\_report\\_FINAL.ashx](https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Industries/High_Tech/Our_Insights/Offline_and_falling_behind_Barriers_to_Internet_adoption/Offline_and_falling_behind_barriers_to_internet_adoption_full_report_FINAL.ashx)>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>42</sup> WORLD BANK. **Crowdfunding's Potential for the Developing World**. Washington, Dc: World Bank, 2013. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17626>>. Acesso em: 20 jun. 2018. p. 43-44.

### 1.3 DEFINIÇÃO

Como visto, para contornar esses problemas de captação de recursos nas fases iniciais dos negócios, empregou-se uma nova fonte de financiamento, o chamado “*crowdfunding*” (financiamento coletivo), que utiliza a “multidão” (*crowd*), em vez de investidores especializados ou instituições financeiras, para financiar esses novos projetos, ideias e empresas, especialmente as *startups*. Ressalta-se, novamente, que a ideia basilar do *crowdfunding* nos remonta a tempos antigos, todavia, é importante ter em mente que o *crowdfunding* que se conhece hoje se dá graças à incorporação da tecnologia e da internet no seu conceito.

Na essência, o conceito de *crowdfunding* está enraizado na definição mais ampla de *crowdsourcing*, que se refere ao uso da multidão para obter idéias, feedbacks e soluções para desenvolver atividades corporativas (Wikipedia),<sup>43</sup> como também nos elementos da microfinança.<sup>44</sup>

O professor Frank Kleemann, da Universidade de Duisburg-Essen, assim descreve o fenômeno do *crowdsourcing*:

O crowdsourcing aparece quando uma empresa voltada para o lucro terceiriza tarefas específicas essenciais para a produção ou venda de seu produto ao público em geral (a multidão) na forma de uma chamada pública pela internet, com a intenção de inspirar indivíduos a fazerem uma contribuição [voluntária] para o processo de produção da empresa de forma gratuita ou por um valor significativamente menor do que essa contribuição vale para a empresa.<sup>45</sup> (tradução livre)

Em relação ao desdobramento do conceito do *crowdsourcing* para o de *crowdfunding*, assim descreve a Professora Maria Eugênia Reis Finkeltein:

Alguns autores acreditam que o crowdfunding originou-se do crowdsourcing, que consiste na alocação do trabalho de terceiros pela internet, uma vez que seus usuários passam a ter a possibilidade de prestarem seus serviços a outros. Isso ocorre devido à possibilidade de ampla divulgação e disseminação proporcionada pela internet, que facilita a tomada de serviços e utiliza o poder das massas para terceirizar uma tarefa ou

<sup>43</sup> POETZ, Marion K.; SCHREIER, Martin. The Value of Crowdsourcing: Can Users Really Compete with Professionals in Generating New Product Ideas? **Journal of Product Innovation Management**. Copenhagen, p. 1-37. dez. 2009. passim.

<sup>44</sup> FELIPE, Israel José dos Santos. **Determinantes do sucesso de campanhas de equity e de reward crowdfunding**. 197 f. Tese (Doutorado) - Escola de Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2017. p. 56.

<sup>45</sup> KLEEMANN, Frank; VOß, G. Günter; RIEDER, Kerstin. Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. **Science, Technology & Innovation Studies**, Chemnitz, v. 4, n. 1, p.5-26, maio 2008. p. 6.

projeto. Por sua vez, o crowdsourcing consiste no processo de encontrar fornecedores terceirizados através de diversas opções de pessoas como prestadoras de serviço. É mais comum, portanto, encontrar este tipo de recurso online, já que a internet possibilita a conexão de públicas “ofertas” de forma facilitada.<sup>46</sup>

Como dito, existe também outro elemento que compõe o conceito de *crowdfunding*, que é a noção de microfinança, cujo conceito é aclarado por Rubia Carneiro Neves e Rodrigo Rocha Feres Ragil na ótica de Andrew C. Fink:

O microfinance, por sua vez, é concebido como a reunião de empréstimos de pequenas quantias de dinheiro, normalmente tomados por mutuários de pequeno porte econômico. Tem a sua origem normalmente atrelada a fundos de empréstimo organizados na Irlanda no século XVIII, mas tornou-se proeminente nos últimos tempos, através do trabalho de Muhammad Yunus e o Grameen Bank, cujo projeto se iniciou quando emprestou \$27,00 (vinte e sete dólares) para 42 (quarenta e dois) moradores de Bangladesh, tendo, posteriormente, constituído o Grameen Bank, banco múltiplo que se especializou em empréstimos dessa natureza.<sup>47</sup>

Nessa simbiose de elementos, assim concluíram os mesmos autores com respaldo em Steven Bradford<sup>48</sup> :

Porquanto o microfinance se defina a partir do sujeito que recebe o empréstimo – isto é, empreendimentos de menor porte –, o crowdsourcing se caracteriza a partir do investimento coletivo e participativo daqueles que contribuem para um projeto ou uma ideia. E, em verdade, equity crowdfunding é justamente a junção dos dois: pequenas contribuições provenientes de um grande número de pessoas dispostas a investir em pequenos empreendimentos empresariais.<sup>49</sup>

Nesta senda, na linha de raciocínio dos Professores Kleemann; Belleflamme; Lambert; e Schwienbacher, o *crowdfunding* se caracteriza pela chamada pública da multidão, principalmente através da internet, para fornecimento de recursos financeiros, quer sob a forma de doação ou em troca do produto futuro, quer sob a forma de alguma recompensa para apoiar iniciativas de fins específicos.<sup>50</sup>

<sup>46</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. Crowdfunding de participação e financeiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 79. ano 21. p. 37-52. São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2018. p. 38-39.

<sup>47</sup> NEVES, Rubia Carneiro; RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. **Equity crowdfunding no ordenamento brasileiro: reflexão sobre funcionamento e enquadramento jurídico**. Curitiba: XXV Congresso CONPEDI, 2016., p. 180.

<sup>48</sup> Cf. BRADFORD, C. Steven. **Crowdfunding and the Federal Securities Laws**. Nova Iorque: Columbia Business Law Review, 2012.

<sup>49</sup> NEVES, Rubia Carneiro. op. cit., p. 180.

<sup>50</sup> BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding: Tapping the right crowd. **Journal of Business Venturing**, [s. L.], v. 29, n. 5, p.585-609, set. 2014. p. 592.

Quanto a esta participação da internet e da tecnologia, muitos autores defendem que o desenvolvimento da *Web 2.0*<sup>51</sup> foi fundamental para evolução do *crowdsourcing* e surgimento do *crowdfunding*, pois só assim as empresas começaram a alcançar as redes de consumidores com mais facilidade.<sup>52</sup>

A *Web 2.0* é descrita sob vários pontos de vista. Tecnicamente, a *Web 2.0* representa o fato de que agora os computadores podem processar informações automaticamente, o que significa que as informações podem ser disseminadas com mais facilidade e recombinações em outros formatos. Sociologicamente, a *Web 2.0* é a base para a criação de redes de pessoas que compartilham interesses comuns. De um ponto de vista econômico, a *Web 2.0* é caracterizada pela capacidade de qualquer um criar conteúdo e enviá-lo pela rede.<sup>53</sup>

Nessa esteira, são três as principais características da revolução trazida pela *Web 2.0*. Primeiro, a colaboração entre os internautas permite combinar o conhecimento e os recursos e habilidades de cada um. Em segundo lugar, a abertura permite que as pessoas contribuam livremente para diferentes projetos. E por último, a participação é alongada graças à facilidade de acesso e uso dos computadores e da internet.<sup>54</sup>

Portanto, apesar de ser um fenômeno “recente”, já se pode encontrar algumas definições do *crowdfunding* na literatura especializada, e algumas dessas definições trazidas pela doutrina foram cotejadas por João Vieira dos Santos, da Universidade de Coimbra:

Ordanini, Miceli, Pizzetti e Parasuraman<sup>55</sup> definem o Crowdfunding como o esforço coletivo das pessoas, que se interligam e que juntam o seu dinheiro, geralmente através da internet, de forma a investir e apoiar os esforços de outras pessoas ou organizações; Schwienbacher, Belleflame e Lambert<sup>56</sup> consideram que é um convite público, essencialmente através da internet, para a provisão de recursos financeiros, quer seja em forma de donativo, quer seja em forma de alguma retribuição e/ou direitos de voto, de forma a

---

<sup>51</sup> A *Web 2.0* é o estado atual da tecnologia online, pois se compara aos primórdios da Web, caracterizada pela maior interatividade e colaboração do usuário, conectividade de rede mais difundida e canais de comunicação aprimorados. Uma das diferenças mais significativas entre a *Web 2.0* e a tradicional *World Wide Web* (WWW, referida como *Web 1.0*) é uma maior colaboração entre usuários da internet, provedores de conteúdo e empresas. Originalmente, os dados eram publicados em sites da Web e os usuários simplesmente visualizavam ou baixavam o conteúdo. Cada vez mais, os usuários têm mais informações sobre a natureza e o escopo do conteúdo da *Web* e, em alguns casos, exercem controle em tempo real sobre ele.

<sup>52</sup> SCHWIENBACHER, Armin; LARRALDE, Benjamin. **Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 5.

<sup>53</sup> *Ibid.*, p. 5-6.

<sup>54</sup> LEE, Sang-heui; DEWESTER, David; PARK, So Ra. Web 2.0 and opportunities for small businesses. **Service Business: an International Journal**. Berlin, p. 335-345. mar. 2008. *passim*.

<sup>55</sup> Cf. ORDANINI, Andrea et al. Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platform. **Journal of Service Management**. p. 443-470. ago. 2011.

<sup>56</sup> Cf. BELLEFLAMME, Paul; LAMBER, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. *op. cit.* p. 585-609.

apoiar iniciativas para propósitos específicos; Steinberg e DeMaria<sup>57</sup> definem Crowdfunding como o processo de pedir, ao público em geral, investimentos e donativos, através da internet, para novos empreendimentos; e Kappel<sup>58</sup> refere que é o ato de informalmente gerar e distribuir fundos, normalmente através da internet, por um grupo de pessoas para fins sociais, pessoais, lúdicos ou de outras índoles.<sup>59</sup>

Percebe-se, desse modo, que o *crowdfunding* ajuda os empreendedores a adotarem novas abordagens para empreender projetos e administrar empreendimentos, o que, por sua vez, leva ao surgimento de novas formas de desenvolvimento de negócios, em que o público “comum” se envolve mais nessas empresas, como consumidores ativos, investidores ou ambos.

Noutro norte, campanhas de arrecadação através do *crowdfunding* podem variar muito, tanto em metas, quanto em magnitude, desde pequenos projetos artísticos, até empreendedores que buscam centenas de milhares de reais de capital semente, servindo de alternativa ao investimento de capital de risco tradicional.<sup>60</sup>

E é justamente para viabilizar essas ideias e projetos, que a missão do *crowdfunding* é ampliar o número de empreendimentos e fomentar sua pluralidade, através da redução das taxas para conclusão dos negócios e expansão da rede de financiamento.<sup>61</sup> O objetivo, por conseguinte, é arrecadar dinheiro para financiar ideias ou projetos através das redes sociais online, as quais são chamadas de plataformas. Em outras palavras, em vez de levantar dinheiro de um pequeno grupo de investidores sofisticados, o *crowdfunding* ajuda as empresas a obterem dinheiro de grandes audiências (a “multidão”), em que cada indivíduo fornece uma quantia, geralmente, muito pequena.

Em suma, não é demais dizer que o *crowdfunding* é um método inovador de financiamento, que se apoia na internet e tecnologia para difundir uma variedade de novas ideias e projetos, permitindo às organizações com ou sem fins lucrativos a captarem recursos da multidão.

Noutro norte, diante da flexibilidade desse sistema, hoje as plataformas de *crowdfunding* podem oferecer ao investidor quatro formas diferentes de serviços de

<sup>57</sup> Cf. STEINBERG, Scott; DEMARIA, Rusel. **The Crowdfunding Bible: How to Raise Money for Any Startup, Video Game or Project**. Read.me, 2012.

<sup>58</sup> Cf. KAPPEL, Tim. Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S. **Loyola Of Entertainment Law Review**. Los Angeles, p. 375-386. jun. 2009.

<sup>59</sup> SANTOS, João Vieira dos. Crowdfunding como forma de captação das sociedades. **Revista Eletrônica de Direito**, Coimbra, v. 2, p.1-39, jun. 2015. p. 8.

<sup>60</sup> MOLLICK, Ethan. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. **Journal of Business Venturing**, Pennsylvania, p. 1-16. ago. 2013. p. 3.

<sup>61</sup> YOUNKIN, Peter; KASHKOOLI, Keyvan. What problems does crowdfunding solve? **California Management Review**. San Francisco, p. 20-43. mar. 2016. p. 24.

financiamento coletivo: (i) compra de título financeiro; (ii) remuneração em decorrência de empréstimo, (iii) doação; e (iv) pré-encomenda de produto ou recompensa.<sup>62</sup> Na prática, cada plataforma se especializa em uma dessas formas, mas nada impede que ofereçam mais de um tipo de serviço. Desse modo, o tipo do objeto ofertado pelas empresas investidas, é que leva a categorização das quatro modalidades de *crowdfunding* conhecidas no mundo: *crowdfunding* de doação; recompensa; empréstimo; e de investimento.

Dentro dessas quatro modalidades de *crowdfunding*, a plataforma deve ainda optar com qual tipo de sistema de campanha irá trabalhar (pode oferecer os dois tipos e, assim, ficar à cargo do investido a sua escolha): *All-or-Nothing* (AON) ou *Keep-It-All* (KIA). No modelo AON, as empresas, ou qualquer outro autor da campanha, definem uma meta de captação de recursos (100 mil reais, por exemplo), caso ao final da campanha, no caso do exemplo, o projeto consiga captar somente 90 mil reais, a campanha não é considerada bem-sucedida, e o dinheiro retornará para os apoiadores ou investidores que também ficam sem a recompensa prometida. Ou seja, é necessário que se atinja o valor total definido para campanha, a fim de que o autor do projeto possa recebê-lo e os apoiadores possam receber a recompensa. Já no modelo KIA, em contrapartida, o autor do projeto pode manter todo o montante arrecadado, independentemente de se atingir ou não a meta da campanha.<sup>63</sup>

Por fim, percebe-se que os modelos AON apresentam aos apoiadores uma garantia maior acerca da seriedade e comprometimento do empreendedor, que pretende iniciar um projeto com um pedido de financiamento irrealista. Em contraste, o modelo KIA parece ser um modelo útil, em última análise, para os empreendedores, já que podem contar com o “saque” de qualquer quantia investida independentemente da meta. Entretanto, no final, pesquisas indicam que as campanhas de arrecadação pelo sistema AON envolvem metas substancialmente maiores de arrecadação, e são muito mais prováveis de serem bem-sucedidas no alcance de suas metas.<sup>64</sup>

## 1.4 MODALIDADES DE CROWDFUNDING

### 1.4.1 CROWDFUNDING BASEADO EM DOAÇÕES

---

<sup>62</sup> AGRAWAL, Ajay K.; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. **Some Simple Economics of Crowdfunding**. Toronto: Innovation Policy and The Economy, V. 14, p. 63-97. 2013. p. 64.

<sup>63</sup> CUMMING, Douglas J.; LEBOEUF, GAËL; SCHWIENBACHER, Armin. **Crowdfunding models: Keep-it-all vs. all-or-nothing**. Paris: finance meeting EUROFIDAI-FFI, dec. 2014. p. 3.

<sup>64</sup> Ibid., p. 25.

O *crowdfunding* com base em doações desempenha um papel crucial na nova onda de financiamento alternativo e no papel da função social da economia. Ele permite que os indivíduos compartilhem diretamente seu dinheiro com causas e projetos sobre os quais eles se sentem felizes em ajudar.

O modelo de *crowdfunding* baseado em doação refere-se ao clássico método de captação de recursos (i.e, rifas, bolões, etc.), com a diferença de que as doações chegam via *Web 2.0* através de um intermediário. Os investidores não esperam recompensas materiais em troca de sua contribuição, mas uma recompensa social (i.e, reconhecimento).<sup>65</sup>

Esta forma de *crowdfunding* envolve essencialmente apoiadores doando quantias variáveis de dinheiro para apoiar uma causa específica ou projeto. Às vezes eles receberão um simples "obrigado" ou uma menção especial - ou até mesmo um item físico como um cartão postal - no entanto, trata-se essencialmente de uma doação. Este modelo difere do *crowdfunding* baseado em recompensa, que geralmente é aplicado ao financiamento de novos produtos, e fornece um item com um valor monetário claro em troca.<sup>66</sup>

Não obstante, importante frisar que as doações não são necessariamente feitas por razões altruístas, pois podem refletir em interesses que decorrem indiretamente da campanha apoiada, confira-se:

Em que pesem os maiores utilizadores desse mecanismo serem organizações não governamentais ou outras entidades sem fins lucrativos (ou até campanhas políticas, como ocorreu na campanha de Barack Obama para a presidência americana em 2008), o investidor pode também se tornar adepto da campanha quando a consecução da ideia do empreendedor pode lhe trazer benefícios comunitários ou ganhos financeiros indiretos como quando, por exemplo, o êxito do empreendedor o transforma em consumidor do investidor. Ou seja, esse modelo supera a concepção tradicional de que doações só são realizadas por motivos altruístas. Mesmo assim, poucos são os portais que abrem espaço para entidades empresarias se valerem do donation-based crowdfunding.<sup>67</sup>

No caso do Brasil, a questão das doações para campanhas eleitorais é mais complexa, porém, não é impossível de acontecer. Em 2015, o STF julgou parcialmente procedente o pedido da ADI 4650, a fim de declarar inconstitucional os dispositivos legais que

<sup>65</sup> GIUDICI, Giancarlo et al. **Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?** Milão: Ssrn Journal, 10.2139/ssrn.2157429. 2012. p. 176-177.

<sup>66</sup> BRADFORD, C. Steven. **Crowdfunding and the Federal Securities Laws.** Nova Iorque: Columbia Business Law Review, 2012. p. 15-16.

<sup>67</sup> POTENZA, Guilherme Perez; OLIVEIRA, Alexandre Edde Diniz de. REGULANDO A INOVAÇÃO: O CROWDFUNDING E O EMPREENDEDORISMO BRASILEIRO. **Thomson Reuters: Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 15, n. 1, p.69-107, jun. 2016. p. 3-4.

autorizavam as contribuições de pessoas jurídicas para as campanhas eleitorais.<sup>68</sup> Mas não é só isso, o STF, em 2018, também julgou procedente a ADI 5394 para declarar inconstitucional o trecho da Lei das Eleições (Lei 9.504/1997)<sup>69</sup> que permitia “doações ocultas” a candidatos.<sup>70</sup> Ou seja, estão vedados o recebimento de doações de pessoas jurídicas e pessoas não declaradas, mas e as pessoas físicas declaradas podem então doar para uma campanha eleitoral através de uma plataforma de *crowdfunding*?

Não há mais dúvidas acerca da possibilidade dos candidatos a cargos políticos utilizarem o *crowdfunding* como instrumento de arrecadação para suas campanhas, na medida em que fora aprovada a Lei 13.488/2017, que alterou alguns dispositivos da Lei das Eleições que agora, em seu artigo 23, §4º, inciso IV, contém a autorização.<sup>71</sup> O debate maior reside na restrição imposta pelo TSE, que limitou em R\$ 1.064,10 a doação diária permitida por doador<sup>72</sup>.

Noutro norte, o modelo de *crowdfunding* baseado em doações também está mudando a face da educação. Além de estar presente no currículo de muitas escolas de negócios, também está fornecendo bolsas de permanência para estudantes (i.e, *StudentFunder*), e projetos em universidades e escolas (i.e, *hubbub.net* *codeclub.co.uk*). Os números são impressionantes, a plataforma *AdoptAClassRoom*, por exemplo, que visa arrecadar doações para ajudar professores na compra dos materiais escolares para ministrarem suas aulas com qualidade, já captou mais de 35 milhões de dólares ao longo de sua história.<sup>73</sup>

Sendo assim, o *crowdfunding* de doação é um importante instrumento social, que deve, inclusive, receber todos os incentivos legais do Estado para sua propagação, tendo em vista que esta ferramenta tem a capacidade de conferir às pessoas a participação em projetos

<sup>68</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **STF conclui julgamento sobre financiamento de campanhas eleitorais**. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=300015>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>69</sup> BRASIL. Lei Federal n. 9.504, de 30 de setembro de 1997. Estabelece normas para as eleições. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/19504.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/19504.htm)>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>70</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **STF julga inconstitucional norma que permitia doações eleitorais ocultas**. Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=373215>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>71</sup> BRASIL. Lei Federal n. 13.488, de 6 de outubro de 2017. Altera as Leis nos 9.504, de 30 de setembro de 1997 (Lei das Eleições), 9.096, de 19 de setembro de 1995, e 4.737, de 15 de julho de 1965 (Código Eleitoral), e revoga dispositivos da Lei no 13.165, de 29 de setembro de 2015 (Minirreforma Eleitoral de 2015), com o fim de promover reforma no ordenamento político-eleitoral, Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2017/lei/L13488.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13488.htm)>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>72</sup> BRASIL. Tribunal Superior Eleitoral. Resolução n. 23.553, de 18 de dezembro de 2017. Dispõe sobre a arrecadação e os gastos de recursos por partidos políticos e candidatos e sobre a prestação de contas nas eleições. Brasília, DF. Disponível em: <Dispõe sobre a arrecadação e os gastos de recursos por partidos políticos e candidatos e sobre a prestação de contas nas eleições.>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>73</sup> ADOPTACLRASSROOM. **All students deserve to have the tools they need to learn. Together, we make that possible**. Disponível em: <<https://www.adoptaclassroom.org/>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

de “boas causas”, o que ajuda a promover a justiça social e fomentar o sentimento de coletivismo e de vida em comunidade.

#### 1.4.2 CROWDFUNDING BASEADO EM RECOMPENSAS

O modelo de recompensa oferece tanto uma compensação material, quanto imaterial - mas não financeira - e é o modelo de *crowdfunding* que mais prevalece, por ser o mais desenvolvido e consolidado.<sup>74</sup> Nesta modalidade, os financiadores podem se beneficiar da pré-venda ou pré-encomenda de um produto e, portanto, têm o direito de receber o projeto ou produto financiado antes mesmo da sua divulgação de entrada no mercado e, ainda, muitas vezes a um preço melhor.<sup>75</sup>

João Vieira dos Santos<sup>76</sup>, que em sua tese de doutorado explora a eficácia das campanhas de *crowdfunding*, comenta esta modalidade citando os ensinamentos da Profa. Judith Mata Monforte:

Esta modalidade é a mais consentânea com projetos do mundo artístico, em que se procura financiamento para um livro, filme ou disco, reconhecendo-se ao investidor uma recompensa que pode ser um agradecimento nos créditos de um filme ou a entrega do livro ou disco. O valor econômico da recompensa não é o mais importante, mas é um mecanismo que tenta incentivar os admiradores do projeto a contribuir.<sup>77</sup>

Guilherme Potenza, destaca, ainda, o aspecto não financeiro desta modalidade:

Os projetos almejados por meio do reward-based crowdfunding são geralmente de pequeno porte, principalmente nos ramos artístico e de pequenas inovações tecnológicas. Os investidores, em troca de suas contribuições, recebem brindes, recompensas simbólicas ou não pecuniárias, ou, na maioria dos casos, alguma variação do serviço ou bem que o empreendedor desenvolverá com a sua contribuição. Há uma compatibilização, assim, entre a escala declarada e relativamente pequena dos empreendimentos financiados por essa modalidade, e a ausência de expectativas pelos investidores de quaisquer ganhos de escala vultosos com sua contribuição.<sup>78</sup>

<sup>74</sup> ETHANMOLLICK. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. **Journal Of Business Venturing**, [s. L.], p. 1-16. jan. 2014. p. 1–16.

<sup>75</sup> RÖTHLER, David; WENZLAFF, Karsten. Crowdfunding Schemes in Europe. **EENC Report**. [s. L.], p. 1-59. set. 2011. p. 22-23.

<sup>76</sup> SANTOS, João Vieira dos. Crowdfunding como forma de captação das sociedades. **Revista Eletrônica de Direito**, Coimbra, v. 2, p.1-39, jun. 2015. p. 15.

<sup>77</sup> MONFORTE, Judit Mata. **Las campañas de crowdfunding. Su eficacia en proyectos lucrativos y causas sociales**. Barcelona: Universitat Ramon Llull. Fccb - Comunicació, 2014. p. 40-41.

<sup>78</sup> POTENZA, Guilherme Perez; OLIVEIRA, Alexandre Edde Diniz de. REGULANDO A INOVAÇÃO: O CROWDFUNDING E O EMPREENDEDORISMO BRASILEIRO. **Thomson Reuters: Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 15, n. 1, p.69-107, jun. 2016. p. 4.

Noutro diapasão, estudiosos apontam que os projetos baseados em recompensas geralmente advêm de organizações sem fins lucrativos, bem como concluem que essa modalidade tende a ser mais bem-sucedida do que as outras formas organizacionais de *crowdfunding*.<sup>79</sup>

Como já comentado, as plataformas de *crowdfunding* mais citadas, analisadas, das mais antigas e maiores, Kickstarter e IndieGoGo, são baseadas em recompensas.<sup>80</sup> Talvez a grande diferença entre essas duas seja o modelo adotado: *Keep-it-all* (KIA) e *All-or-Nothing* (AON). Enquanto a plataforma Kickstarter só permite campanhas AON,<sup>81</sup> a IndieGoGo permite, ao autor da campanha, que escolha entre estes dois sistemas.<sup>82</sup>

#### 1.4.3 CROWDFUNDING BASEADO EM EMPRÉSTIMOS

O *crowdfunding* por empréstimo, também conhecido como *peer-to-peer*, *lending-based* ou *debt-based crowdfunding* no exterior, é uma forma para empresas, instituições sem fins lucrativos, ou até mesmo para pessoas físicas pedirem dinheiro emprestado. Em essência, segue o mesmo processo do modelo tradicional de empréstimo de uma instituição financeira. A principal diferença é que os empréstimos são levantados através de uma plataforma de *crowdfunding* ou P2P, e a arrecadação é feita através de vários investidores.<sup>83</sup>

Ou seja, pode ser uma importante alternativa para as empresas ou indivíduos que não conseguiram obter financiamento através de bancos ou cooperativas de crédito.<sup>84</sup>

Para os investidores ou financiadores, o benefício desse sistema pode ser a devolução de seus investimentos cumulado com o pagamento de juros, como também o sentimento de reconhecimento de que eles estão contribuindo para a jornada de uma ideia, produto ou negócio em que acreditam. Todavia, nem sempre os empréstimos são realizados com o intuito de obtenção de lucro com a operação. Muito projetos com enfoque na área social, e de instituições sem fins lucrativos, também lançam suas ideias nessas plataformas, recebem o

<sup>79</sup> BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. Individual Crowdfunding Practices. *Venture Capital: An International Journal Of Entrepreneurial Finance*. [s. L.], p. 313-333. jan. 2013. p. 332-333.

<sup>80</sup> FRYDRYCH, Denis. Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based crowdfunding. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. [s. L.], p. 247-269. mar. 2014. passim.

<sup>81</sup> KICKSTARTER. **Why is funding all-or-nothing?** Disponível em: <<https://help.kickstarter.com/hc/en-us/articles/115005047893-Why-is-funding-all-or-nothing->>. Acesso em: 21 jun. 2018.

<sup>82</sup> INDIEGOGO. **Choose Your Funding Type: Can I Keep My Money?** Disponível em: <<https://support.indiegogo.com/hc/en-us/articles/205138007-Choose-Your-Funding-Type-Can-I-Keep-My-Money->>. Acesso em: 21 jun. 2018.

<sup>83</sup> BRADFORD, C. Steven. *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*. Nova Iorque: Columbia Business Law Review, 2012. p. 20 et seq.

<sup>84</sup> VITALE, Matthew. Crowdfunding: Recent International Developments and Analysis of Its Compatibility with Australia's Existing Regulatory Framework. *SSRN Journal*. 10.2139/ssrn.2324573. [s. L.], p. 1-13. set. 2013. p. 4.

dinheiro emprestado e depois o devolvem, usualmente, sem nenhum tipo de correção ou juros.<sup>85</sup>

Quanto aos passos da arrecadação, primeiramente as empresas devem detalhar os principais pontos que interessam o investidor (valor requerido, objetivos de negócios, propósitos do empréstimo, estratégia de pagamento dos investidores, etc.) em uma proposta, e junto submeterem suas demonstrações financeiras a uma plataforma de empréstimos *crowdfunding* ou *peer-to-peer*. Os termos do empréstimo - valor mínimo a ser investido por cada investidor, adequação do perfil do investidor, quaisquer outros detalhes e termos da amortização do empréstimo - serão decididos e definidos pela plataforma a depender do resultado do seu trabalho de *due diligence*.<sup>86</sup>

Dependendo de quanto dinheiro é solicitado, a empresa normalmente será obrigada a fornecer alguma garantia, em ativos comerciais ou uma garantia pessoal.<sup>87</sup> A plataforma de *crowdfunding*, em seguida, divulga a oportunidade para os investidores através de seu site, e as rodadas de empréstimos são abertas. Todo o dinheiro arrecadado, em regra, é mantido separadamente pelo site de *crowdfunding* até que o total seja levantado.<sup>88</sup>

Já no Brasil, essa modalidade encontra uma série de problemas que precisam, ainda hoje, serem perspicazmente contornados por aquelas plataformas que desejam mesmo assim implementar o sistema no país. Isso porque, essa atividade de intermediação entre os locutores dos empréstimos recai na guarida do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional, tendo em vista que essa aproximação das partes realizada pelas plataformas, muitas vezes, é confundida com intermediação financeira. Sobre o tema discorre Guilherme Perez Potenza:

No Brasil, a operacionalização do debt-based crowdfunding é dificultada pela regulamentação do Sistema Financeiro Nacional pela Lei 4.595/1964 e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A plataforma brasileira Biva, nesse sentido, apresenta uma estrutura inovadora. Regulamentada como "correspondente bancário", nos termos da Res. CMN 3.954/2011, a Biva atua junto com a Sorocred, uma instituição financeira com funcionamento devidamente autorizado pelo Bacen. Pela sua estrutura, o investidor empresta os recursos para a instituição financeira, que emite certificados de crédito bancário (CCBs) lastreando o empréstimo ao tomador. A Biva, portanto, é remunerada por seu trabalho de análise de projetos e avaliação de risco de crédito (incluindo análises comportamentais antifraude), no momento da originação do crédito. As taxas de juros praticadas variam de

<sup>85</sup>MORSE, Adair. Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending. **Annual Review of Financial Economics**, [s. L.], v. 7, n. 1, p.463-482, 2015. passim.

<sup>86</sup> LENDINGCLUB. **How to Get a Small Business Loan**. Disponível em: <<https://blog.lendingclub.com/how-to-get-a-small-business-loan/>>. Acesso em: 22 jun. 2018.

<sup>87</sup> Ibid.

<sup>88</sup> LENDINGCLUB. **How does an online credit marketplace work?** Disponível em: <<https://www.lendingclub.com/public/how-peer-lending-works.action>>. Acesso em: 21 jun. 2018.

1,5% a 5% ao mês, a depender do prazo dos empréstimos, que podem ir de 6 a 24 meses. Os investimentos são garantidos pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC) até o limite de R\$250 mil.<sup>89</sup>

Percebe-se, portanto, que a atuação dessas plataformas pode se tornar uma alternativa menos burocrática para concessão de empréstimos, podendo competir diretamente com grandes conglomerados de fornecedores de crédito. Todavia, por outro lado, essas plataformas ainda estão vinculadas e dependentes de uma instituição financeira, o que pode limitar sua política de crédito e sua liberdade de atuação.

Depois desta breve síntese da história, importância, definição, operação, e dos modelos de *crowdfunding* ou financiamento coletivo, passa-se a seguir a um estudo mais aprofundado acerca da última modalidade, ainda não abordada: a de investimento, ou mais conhecida como *equity crowdfunding*.

---

<sup>89</sup> POTENZA, Guilherme Perez; OLIVEIRA, Alexandre Edde Diniz de. REGULANDO A INOVAÇÃO: O CROWDFUNDING E O EMPREENDEDORISMO BRASILEIRO. **Thomson Reuters**: Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 15, n. 1, p.69-107, jun. 2016. p. 5.

## 2 CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO

### 2.1 DEFINIÇÃO E FUNÇÃO SOCIAL

As empresas embrionárias de inovação, como as *startups*, geralmente são criadas com fins lucrativos e, dessa forma, não podem se socorrer à captação de recursos através de doações.<sup>90</sup> Essas empresas também não têm, muitas vezes, condições de fornecer um produto ou serviço em troca de investimentos, isso porque, essa “troca” é pouco lucrativa, com baixo potencial de arrecadação ou,<sup>91</sup> então, seu próprio produto ou serviço não se destina ao mercado comum, o que a impossibilita de oferecer este produto em troca.<sup>92</sup> Outrossim, essas empresas não possuem maturidade suficiente para tomar empréstimos no mercado, em função de seu histórico de crédito, ainda inexistente, e de sua baixa capacidade de gerar fluxo de caixa para pagamento.<sup>93</sup> Desta feita, uma alternativa para este problema, pode ser o *crowdfunding* de investimento.

Primeiramente, são três os personagens envolvidos neste modelo: a empresa, que está a procura de recursos financeiros; a multidão, que está a procura de oportunidades de investimento de alto risco mas que acompanham a possibilidade de proporcionar grandes retornos; e a plataforma, que irá intermediar a relação e o negócio entre os dois primeiros, realizando o encontro de informações e intenções, cobrando taxas de administração e, eventualmente, uma porcentagem sobre o sucesso das campanhas.

Percebe-se na doutrina brasileira que há, ainda, muita confusão na especificação de quais seriam estes objetos de investimento dados em troca pela empresa investida. Muitos autores singularizam este objeto como sendo simplesmente a oferta de “participação” na empresa<sup>94</sup>; já outros alegam que a oferta é de valores mobiliários e títulos de participação ou conversíveis participação, ou seja, como se o conceito de valores mobiliários já não englobasse estes outros títulos.<sup>95</sup>

---

<sup>90</sup> Não se trata de uma impossibilidade jurídica, mas sim prática.

<sup>91</sup> SIQUEIRA, Érica; DINIZ, Eduardo. **Equity crowdfunding no brasil: características dessa modalidade de investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor**. São Paulo: Seminários em Administração - Semead - Usp, 2017. p. 3.

<sup>92</sup> SCHWIENBACHER, Armin; LARRALDE, Benjamin. **Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 9-12.

<sup>93</sup> SIQUEIRA, Érica; DINIZ, Eduardo. **Equity crowdfunding no brasil: características dessa modalidade de investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor**. São Paulo: Seminários em Administração - Semead - Usp, 2017. p. 1.

<sup>94</sup> *Ibid.*, p. 1.

<sup>95</sup> MENDES, André Pacheco Teixeira; JUNQUEIRA, Carlos Augusto. **Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores. Equity crowdfunding no Brasil hoje**. FGV DIREITO RIO - Cadernos FGV Direito Rio - Série Clínicas, 2016. p. 47.

Por esta razão, depara-se constantemente com definições incompletas do *crowdfunding* de investimento. Talvez isso se dê por falhas na tradução adequada da literatura estrangeira, ou talvez seja também pelo fato de que não são somente juristas que estudam este fenômeno, mas também pesquisadores de outras áreas do conhecimento, o que leva a ocorrência de algumas incoerências técnico-jurídicas, senão veja-se a definição conferida por Rubia Neves e Rodrigo Ragil:

Desse modo, equity crowdfunding pode ser conceituado como um tipo de atividade praticada por meio da Internet em que investidores destinam recursos financeiros em troca do direito pessoal patrimonial sobre participações societárias, ou seja, ações ou quotas.<sup>96</sup>

Vê-se que se trata de uma definição muito restrita, na medida em que nem sempre a troca é diretamente por participação societária na empresa investida. Assim, essa troca também pode se dar por meio de títulos de dívida conversíveis; debêntures; contratos de investimento; contratos de financiamento coletivo que podem conferir o direito de remuneração com base no desempenho do empreendimento ou/e em eventos de liquidez; e, claro, da compra direta de participação societária na empresa.<sup>97</sup>

É dentro deste contexto que a Comissão de Valores Mobiliários, através da Instrução Normativa nº 588, trouxe a definição de *crowdfunding* de investimentos e da sua intermediadora, a plataforma:

Art. 2º Para fins desta Instrução, aplicam-se as seguintes definições:

I – 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;

II – plataforma eletrônica de investimento participativo (“plataforma”): 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 sociedades empresárias 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>98</sup>

<sup>96</sup> NEVES, Rubia Carneiro; RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. **Equity crowdfunding no ordenamento brasileiro: reflexão sobre funcionamento e enquadramento jurídico**. Curitiba: XXV Congresso CONPEDI, 2016. p. 180.

<sup>97</sup> BRADFORD, C. Steven. **Crowdfunding and the Federal Securities Laws**. Nova Iorque: Columbia Business Law Review, 2012. p. 24-26.

<sup>98</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 588, de 13 de julho de 2017. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte

Nesse sentido, pode-se afirmar, em termos gerais, que o *equity crowdfunding*, também conhecido no Brasil como *crowdfunding* de investimento ou *crowdfunding* de participação, é uma modalidade de captação de recursos financeiros realizada através de um ente intermediário regularmente constituído no Brasil e registrado perante a CVM, o qual, através da internet, viabiliza o financiamento de empreendimentos que, em troca, oferecem ao público a distribuição de valores mobiliários (ativos financeiros) sem a necessidade de registro perante a CVM.<sup>99</sup>

Desta feita, retomando a ideia do início deste tópico, uma *startup* que não tenha condições de alavancar seus negócios com capital próprio e que, na maioria das vezes, ainda se encontra em seu estágio *pre-revenue*<sup>100</sup>, o que também dificulta a obtenção de empréstimos e a captação de investimentos através de *seed capital*, *venture capital* e *private equity*, pode conseguir esses recursos através da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Na perspectiva do investidor, antes no Brasil, era quase impossível acessar oportunidades de investir em *startups*, pois a grande maioria dos fundos não ofereciam esse tipo de investimento. Dessa forma, quem quisesse investir em uma *startup* precisaria passar por um longo caminho. Na verdade, era simplesmente inviável, na medida em que demandava uma série de tarefas para sua efetivação: procurar uma *startup* que precisasse de investimento; estudar o produto e mercado; conhecer os fundadores; fazer dezenas de conversas presenciais; contratar advogados e outros terceiros para estruturar o investimento, negociar o *valuation* e os termos de investimento; completar um processo de *due diligence*, etc. Enfim, são tarefas muito complexas e que demandam expertise.<sup>101</sup>

Nesta senda, Brian Begnoche, sócio da EqSeed, plataforma de captação de recursos que opera o *crowdfunding* de investimento, comenta sobre essa evolução das oportunidades:

Antes, apenas investidores profissionais e fundos podiam investir em startups na prática. Hoje você pode investir diretamente em excelentes startups do seu computador ou celular, como se estivesse comprando ações na Bolsa. Com equity crowdfunding, você pode investir em startups

---

realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

<sup>99</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. Crowdfunding de participação e financeiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 79. ano 21. p. 37-52. São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2018. p. 40.

<sup>100</sup> Uma empresa em seu estágio “*pre-revenue*” é aquela que ainda está trabalhando nas etapas de idealização, descoberta e validação. Nesse período o conceito do produto começa com a idealização, onde se define um problema do cliente e uma possível solução, ou seja, nessa fase a empresa ainda não está comercializando o seu produto ou serviço e, portanto, não possuem receita advinda de consumidores.

<sup>101</sup> WILSON, Karen E.; TESTONI, Marco. **Improving the role of equity crowdfunding in europe's capital markets**. Bruegel Policy Contribution Paper. [s. L.], p. 1-14, ago. 2016. p. 4-7.

qualificadas, pré-selecionadas, em poucas horas ou até poucos minutos, sem sair de casa.<sup>102</sup>

Destarte, o *crowdfunding* de investimento surge como uma ferramenta fundamental para diversificação das possibilidades de captação de recursos, servindo como instrumento de promoção social. Isso porque, este instrumento amplia as oportunidades de investimentos para as pessoas que desejam aplicar seu dinheiro, bem como possibilita a aproximação desses investidores da ideia de participar da criação e evolução de uma empresa. Outrossim, o estímulo dessa ferramenta mostra-se fundamental para o fomento de ideias, produtos e serviços, que podem tornar a vida das pessoas mais simples, além de proporcionar o estímulo da economia.

## 2.2 FATORES QUE ENVOLVEM O SUCESSO DE UMA CAMPANHA DE CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO

Para se entender a plenitude do conceito de um campanha de *crowdfunding* na modalidade de investimento, é importante compreendermos os fatores externos que determinam o seu sucesso, na medida em que eles influenciam e são influenciados diretamente pelas características intrínsecas dessa forma de captação de recursos.

Nesse sentido, parte-se de duas premissas para sabermos o que seria considerado uma campanha de sucesso neste contexto: (i) o sucesso implica na arrecadação integral do montante almejado na campanha pelo investido; e (ii) seguido pela operação bem sucedida dos termos da troca, na forma do reembolso prometido ao investidor. Além disso, o sucesso das campanhas depende também do engajamento da multidão, pois é a pedra angular do bom funcionamento, e da própria existência, de todo o mercado de *crowdfunding*.<sup>103</sup>

Quanto ao fator de participação da multidão, não se pode deixar de lado a ideia de James Surowieck, que elucida sobre a teoria da *wisdom of the crowd* (sabedoria da multidão)<sup>104</sup>. No *crowdfunding* de investimento, este fator é o que traz ainda mais singularidade para esta modalidade. Ao contrário dos investidores anjos ou dos fundos de *venture capital*, os investidores (*crowdfunders*) podem não ter nenhum conhecimento especial sobre a indústria. No entanto, o argumento por trás da “sabedoria da multidão” afirma que,

<sup>102</sup> BEGNOCHE, Brian. **Equity crowdfunding: o que é para o investidor?** Disponível em: <<http://blog.eqseed.com/equity-crowdfunding-o-que-e-para-investidor/>>. Acesso em: 22 jun. 2018.

<sup>103</sup> ALEGRE, Inés; MOLESKIS, Melina. **Crowdfunding: A Review and Research Agenda**. 40 f. Working Paper - IESE Business School – University of Navarra, 2016. p. 21.

<sup>104</sup> Cf. SUROWIECKI, James. **The Wisdom of Crowds**. New York: Anchor Books, 2005.

uma multidão, às vezes, pode ser mais eficiente do que indivíduos ou equipes especializadas na solução de problemas corporativos. Assim, *crowdfunders* na forma de uma multidão seriam mais eficientes do que alguns poucos investidores especializados.<sup>105</sup>

Por outro lado, o risco assumido pelos *crowdfunders* pode ser menor, e não apenas por causa dos pequenos investimentos realizados. Explica-se, a multidão, após estar envolvida no empreendimento, pode se tornar consumidora depois que o produto for levado ao mercado e, ainda, terá um incentivo maior para divulgar as informações sobre o produto, pois estarão participando dos seus lucros. Em contraste, a disseminação dessas informações exigiria maiores gastos com campanhas publicitárias se o empreendimento fosse financiado somente por poucos e maiores investidores.<sup>106</sup>

Noutro norte, o sucesso do financiamento, no modelo de *crowdfunding* de investimento, é influenciado pela concepção da campanha e pelas características do empreendedor. Meyskens e Bird indicam que o empreendedor deve optar pelo modelo de investimento quando a empresa é valorizada pelo seu alto valor econômico, mas nem tanto pelo seu valor social, tendo em vista que os investidores dessa modalidade buscam, em uma análise, um retorno de capital.<sup>107</sup> Ou seja, geralmente os investidores dão mais ênfase ao valor econômico da empresa do que ao seu valor social. Outro estudo, que trata dos fatores de estruturação das campanhas de *crowdfunding* de investimento, considera que a transparência e a ampla divulgação das informações relativas aos riscos do investimento podem ser interpretados como sinais eficazes de sucesso do financiamento.<sup>108</sup> Deste modo, entende-se que o valor intelectual e social provocam pouco ou nenhum impacto no sucesso do financiamento.<sup>109</sup>

Ainda em relação às motivações para se investir através do *crowdfunding* de investimento, Cholakova e Clarysse também consideram que essas motivações estão restritas à expectativa de retorno do investimento.<sup>110</sup> Neste ponto, por outro lado, discordam os autores Schwienbacher & Larralde, que acreditam que os investidores, além da expectativa de gerar

<sup>105</sup> HEMER, Joachim. **A snapshot on crowdfunding**. Working Papers firms and region. R2/2011 - Fraunhofer ISI, Karlsruhe, 2015. p. 5-6.

<sup>106</sup> HEMER, Joachim. **A snapshot on crowdfunding**. Working Papers firms and region. R2/2011 - Fraunhofer ISI, Karlsruhe, 2015. p. 5-6.

<sup>107</sup> MEYSKENS, Moriah; BIRD, Lacy. Crowdfunding and Value Creation. **Entrepreneurship Research Journal**. [s. L.], p. 155-166, jan. 2015. p. 163-164.

<sup>108</sup> AHLERS, Gerrit et al. Signaling in Equity Crowdfunding. **Entrepreneurship Theory and Practice**. Berlim, p. 955-980, fev. 2015. passim.

<sup>109</sup> ALEGRE, Inés; MOLESKIS, Melina. **Crowdfunding: A Review and Research Agenda**. 40 f. Working Paper - IESE Business School – University of Navarra, 2016. p. 23.

<sup>110</sup> CHOLAKOVA, Magdalena; CLARYSSE, Bart. Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? **Entrepreneurship Theory and Practice**. [s. L.], p. 145-172, jan. 2015. p. 161.

lucros, também investem na modalidade de *equity crowdfunding* pois se sentem motivados e empolgados em participar do desenvolvimento de uma *startup*.<sup>111</sup>

Não obstante, outros fatores também parecem afetar o comportamento da multidão, particularmente o aspecto geográfico. A disposição espacial influencia o comportamento da multidão de uma maneira muito curiosa: as pessoas são menos afetadas pela proximidade geográfica do que como ocorre em um financiamento empresarial tradicional.<sup>112</sup> Em um estudo empírico, Agrawal e Goldfarb descobriram que “*a distância média entre empreendedores do ramo artístico e seus investidores é de cerca de 5.000km e, portanto, a distância não parece ser uma barreira importante para captação de recursos*”.<sup>113</sup> Sob uma perspectiva brasileira, Israel José dos Santos Felipe chegou à conclusões distintas, na medida em que afirma que “*empreendimentos localizados em áreas com maior concentração de renda tendem a receber maiores contribuições e menores períodos de fundraising. Por outro lado, a distância entre empreendedor e investidor pode ser capaz de reduzir o valor dos investimentos destinados ao mercado de crowdfunding*”.<sup>114</sup> Nesse sentido, ressaí incontroverso que a disposição espacial implica na mudança de comportamento e, no caso do Brasil, a princípio, as campanhas tendem a ser bem-sucedidas quando os empreendimentos se encontram em regiões com maior renda *per capita* e onde é menor a distância geográfica entre o investidor e o empreendedor.

Com relação ao comportamento do mercado, vários estudiosos perceberam a presença de riscos. Considerando a combinação de investidores sem experiência, negócios inerentemente arriscados e a novidade da sua regulação, o *crowdfunding* de investimento deve ser abordado com cautela.<sup>115</sup> *Startups* com alta sensibilidade na divulgação de informações, com requisitos complexos de *due diligence*, e um longo período de espera até que ocorra uma oportunidade para resgatar o investimento, são considerados fatores negativos na hora de se escolher esta modalidade de financiamento.<sup>116</sup> Algumas soluções apontadas na literatura, para

---

<sup>111</sup> SCHWIENBACHER, Armin; LARRALDE, Benjamin. **Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures**. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 16

<sup>112</sup> ALEGRE, Inés; MOLESKIS, Melina. **Crowdfunding: A Review and Research Agenda**. 40 f. Working Paper - IESE Business School – University of Navarra, 2016. p. 23.

<sup>113</sup> AGRAWAL, Ajay; GOLDFARB, Avi; CATALINI, Christian. Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions. **Journal Of Economics & Management Strategy**. Toronto, p. 253-274, maio 2015. p. 255.

<sup>114</sup> FELIPE, Israel José dos Santos. **Determinantes do sucesso de campanhas de equity e de reward crowdfunding**. 197 f. Tese (Doutorado) - Escola de Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2017. p. 171.

<sup>115</sup> STEMLER, Abbey. The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power and money of the masses. **Business Horizons**, [s. L.], v. 56, n. 3, p.271-275, maio 2013. passim.

<sup>116</sup> LEY, Andy; WEAVERN, Scott Keith W. Exploring agency dynamics of crowd funding in start-up capital financing. **Academy Of Entrepreneurship Journal**, [s. L.], v. 17, n. 1, p.85-110, 2011. p. 95 et. seq.

mitigar os riscos, são: (i) que a multidão deve também ser composta de investidores bem informados e experientes; (ii) um processo inicial de triagem das campanhas deve ocorrer; (iii) informações confidenciais não devem ser exigidas ou distribuídas para a multidão de investidores pelas plataformas; e (iv) a conclusão dos negócios de investimento não devem ter requisitos de *due diligence* tão complexos.<sup>117</sup> Além disso, alguns autores ainda afirmam que para haver uma mitigação mais eficiente dos riscos, os direitos contratuais dos investidores devem ser delegados a um intermediário externo capaz de tomar decisões mas, que ao mesmo tempo, esses investidores possuam representação no Conselho de Administração da empresa. Ademais, as empresas investidas devem proporcionar um retorno previsível do investimento, seja pela ocorrência de eventos predeterminados (fusão, aquisição, entrada de outros investimentos, conversão da sociedade, etc.), seja na aceleração do crescimento para que ocorra o quanto antes a divisão dos dividendos.<sup>118</sup>

Por último, a doutrina apresenta alguns instrumentos de prevenção para ajudar a reduzir o comportamento fraudulento, muito passível de se ocorrer no *crowdfunding*: a existência de plataformas eletrônicas de intermediação, de modo a serem as únicas legitimadas para intermediar e autorizar uma campanha de *crowdfunding*, devendo esses intermediários serem registradas e certificados junto ao órgão regulador responsável - no caso do Brasil, a CVM.<sup>119</sup> Outros autores também propõem a formação de sindicatos, a fim de reduzir o problema de assimetria de informações dos investidores não profissionais ou qualificados (chamados de *non-accredited investors* nos EUA).<sup>120</sup> Esses sindicatos teriam o papel de substituir o trabalho de *due diligence* que o investidor médio teria de realizar sobre o negócio a ser investido, como também seriam determinantes para a tomada de decisão na escolha do negócio ideal para ser investido, haja vista que os sindicatos seriam liderados por

---

<sup>117</sup> Ibid., p. 95 et. seq.

<sup>118</sup> ALEGRE, Inés; MOLESKIS, Melina. **Crowdfunding: A Review and Research Agenda**. 40 f. Working Paper - IESE Business School – University of Navarra, 2016. p. 24.

<sup>119</sup> BAUCUS, Melissa S.; MITTENESS, Cheryl R. Crowdfunding: Avoiding Ponzi entrepreneurs when investing in new ventures. **Business Horizons**, [s. L.], v. 59, n. 1, p.37-50, 2016. p. 41-44.

<sup>120</sup> A assimetria de informação, que nada mais é o fato de que as partes envolvidas em um acordo não possuem acesso ao mesmo nível de informação, é um problema que atormenta qualquer modalidade de investimento, mas ela é mais acentuada no *crowdfunding*. Isso porque, os investidores geralmente não são especialistas e, portanto, têm acesso a menos informações sobre o mercado, sobre o desempenho passado do empreendedor e muitas outras informações relevantes para a tomada de decisão. Além disso, o empreendedor pode ficar ainda mais relutante em divulgar informações para esse tipo de investidor, devido ao seu número (quantidade de pequenos investidores) e falta de profissionalismo. Ademais, a preocupação com o furto de ideias também é forte, já que o empreendedor precisa divulgar informações confidenciais para um público mais amplo do que em formas tradicionais de captação de recursos. Cf. MYERS, Stewart; MAJLUF, Nicholas. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, [s. L.], v. 13, n. 2, p.187-221, jun. 1984.

investidores experientes.<sup>121</sup> No Brasil, essas duas ferramentas já são adotadas, como se verá mais à frente.

Com o intuito de materializar o sucesso e o potencial do *crowdfunding* de investimento, cita-se o exemplo da primeira saída (*exit*) de 1 bilhão de dólares de uma *startup* que iniciou suas operações graças à captação de recursos via *equity crowdfunding*. Nesta ocasião histórica, a Cruise Automation, empresa focada no desenvolvimento de tecnologia para produção de veículos de direção autônoma, foi comprada pela General Motors em uma negociação que envolveu mais de 1 bilhão dólares. A empresa havia contado anteriormente com a captação de 100 mil dólares através da plataforma AngelList.<sup>122</sup>

### 2.3 MECANISMOS DE FUNCIONAMENTO

No que diz respeito à sua forma de operacionalização, consultou-se o procedimento adotado pela plataforma Kria (antiga Broota), já que entre as plataformas esse modelo tende a ser muito parecido. Como visto, a captação na modalidade *equity crowdfunding* é realizada por meio de uma oferta pública<sup>123</sup> de valores mobiliários, sendo que o percurso é todo feito online, desde a aprovação, até a transferência do capital.

Nesse norte, o processo de captação inicia-se pela iniciativa do empreendedor que deve, primeiramente, preencher um formulário confidencial com informações sobre o negócio e oportunidade de investimento, e submeter à plataforma, a qual, em até cinco dias úteis, retornará com uma resposta. Em seguida, o empreendedor deve montar o seu perfil na plataforma, aliás, o primeiro contato dos investidores com a *startup* é através deste perfil, razão pela qual deve ser preenchido de modo a despertar o interesse desses investidores. No final das contas o seu perfil refletirá o *pitch*<sup>124</sup> da *startup*.<sup>125</sup>

<sup>121</sup> AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. **Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding?** MIT Sloan Research Paper No. 5126-15, [s. L.], v. 58, n. 2, p.111-124, fev. 2015. p. 113-114.

<sup>122</sup> TORRES, Haroldo; GORINI, Marco; FUKAYAMA, Marcel. **Equity Crowdfunding: o que é? Como pode ser utilizado?** Dynamo Consultoria: Força Tarefa de Finanças Sociais, 2017. p. 18.

<sup>123</sup> Cf. “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 Federal n. 6.385/76, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio” (Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM 32**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare032.html>>. Acesso em: 23 jun. 2018).

<sup>124</sup> “*Pitch*” é um discurso de venda. Na maioria das vezes, quando se fala de *startups* e se usa a expressão “*pitch*”, está-se referindo sobre o discurso que a empresa faz para os investidores a fim de conseguir investimento.

<sup>125</sup> KRIA. **Quais as etapas da captação?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000699971-Quais-as-etapas-da-captação->>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

Neste momento, o empreendedor também deve, respeitados os limites legais, estabelecer os limites mínimos e máximos de captação, devendo realizar a avaliação (*valuation*) do valor da empresa, para que os investidores saibam quanto de participação estão comprando. A plataforma Kria informa que, em geral, nestas rodadas semente, as empresas abrem mão de 10% a 25% do capital social para os novos investidores.<sup>126</sup>

O empreendedor também deve optar entre os modelos de captação: pública ou confidencial. As captações públicas são abertas a todos, ou seja, qualquer interessado pode acessar a apresentação da oferta e investir. Já na confidencial, os fundadores selecionam os investidores que desejam convidar para que participem da oferta (número ilimitado de convidados). Não obstante, as captações podem também ser híbridas: começar no modelo confidencial para então abrir ao público.<sup>127</sup>

Como parte da tarefa de *due diligence* que a plataforma tem de realizar, na próxima etapa o empreendedor deve submeter os documentos societários e da oferta para aprovação. Outrossim, além dos documentos obrigatórios, existe uma lista de documentos complementares que se recomenda serem publicados para facilitar a tarefa de *due diligence* dos próprios investidores, como por exemplo, diferentes demonstrativos contábeis e financeiros. Passadas essas etapas, com a rodada de investimento aprovada, perfil completo e documentação atualizada, pode-se dar início à captação, sendo que através da página de divulgação o empreendedor pode controlar quem tem acesso à sua oferta, adicionar investidores potenciais e se comunicar diretamente com os investidores.<sup>128</sup>

O controle de pagamentos e assinatura dos contratos é feito diretamente pela plataforma. Dessa forma, uma vez que a empresa alcançar a meta mínima de captação<sup>129</sup>, a campanha já é considerada apta para conclusão, devendo a plataforma realizar a transferência do recurso captado para empresa investida ao final do tempo previsto de arrecadação. Todavia, se não alcançados os valores mínimos no prazo estipulado, a plataforma devolve o dinheiro aos investidores, sem juros.<sup>130</sup>

---

<sup>126</sup> KRIA. **Como definir os termos da rodada?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000680612-Como-definir-os-termos-da-rodada>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

<sup>127</sup> KRIA. **Quais os modelos de captação?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000695711-Quais-os-modelos-de-captação>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

<sup>128</sup> Ibid.

<sup>129</sup> Cf. “Para uma rodada ser bem-sucedida, a empresa deve alcançar pelo menos 2/3 da meta da rodada em investimentos confirmados” (KRIA. **Como é determinado o sucesso da oferta?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000679572-Como-é-determinado-o-sucesso-da-oferta>>. Acesso em: 23 jun. 2018).

<sup>130</sup> KRIA. **Quais os modelos de captação?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000695711-Quais-os-modelos-de-captação>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

Na perspectiva do investidor, depois de fazer uma análise das rodadas de investimento em curso, e escolher então a empresa na qual deseja investir, o investidor deve fazer uma reserva de investimento<sup>131</sup> e assinar um termo de ciência do risco, declarando que está ciente dos riscos do investimento em startups.<sup>132</sup> Em seguida, após a reserva de investimento, os contratos de investimento são emitidos automaticamente em no máximo 24 horas. Quando emitidos, os contratos são enviados por e-mail pela empresa de assinatura digital, ou seja, a assinatura do contrato é feita de forma eletrônica.<sup>133</sup> Assinado o contrato, o investidor transfere o valor reservado para uma conta de pagamentos informada na plataforma, com isso, o investimento é considerado confirmado pela assinatura do contrato de investimento (gerado no momento da reserva) ou na transferência do recurso, o que ocorrer antes.<sup>134</sup>

Referidos contratos de investimento podem tomar diversas formas, as quais vão depender de quais tipos de títulos e direitos serão conferidos ao investidor. A forma contratual mais utilizada, que também é adotada pela plataforma Kria<sup>135</sup>, é a que visa a emissão de Títulos de Dívida Conversíveis (valores mobiliários), que serão abordados mais detalhadamente no próximo capítulo, seguida da análise de outras formações contratuais também adotadas.

---

<sup>131</sup> O investimento mínimo via Kria é de R\$500,00, porém as empresas podem estabelecer valores mínimos superiores. Cf. KRIA. **Qual o valor mínimo do investimento?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000698591-Qual-o-valor-mínimo-do-investimento->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

<sup>132</sup> KRIA. **Como funciona o processo de investimento no Kria?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000679292-Como-funciona-o-processo-de-investimento-no-Kria->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

<sup>133</sup> KRIA. **Como funciona o processo de investimento no Kria?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000679672-Como-funciona-emissão-e-assinatura-de-contratos-de-investimento->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

<sup>134</sup> KRIA. **Como funciona o processo de investimento no Kria?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000679672-Como-funciona-emissão-e-assinatura-de-contratos-de-investimento->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

<sup>135</sup> KRIA. **Os empreendedores buscam investidores de equity ou dívida?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000677932-Os-empresendedores-buscam-investidores-de-equity-ou-dívida->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

## 2.4 CONTRAPARTIDA: A OFERTA DE VALORES MOBILIÁRIOS

Viu-se que o investimento trazido pelos *crowdfunders* é atraído pela possibilidade de obtenção de valores mobiliários da empresa investida. Nesta senda, faz-se necessário saber o que são esses valores mobiliários, o alcance do termo para que, como será visto no próximo tópico, seja delineado os seus limites legais e estabelecido os parâmetros de referência para capacidade da intervenção estatal voltada à proteção de seus autores. Além disso, é fundamental que os investidores, plataformas e empresas saibam qual espécie de valor mobiliário desejam negociar, haja vista que isso trará repercussão direta na escolha dos instrumentos jurídicos (contratos) a serem utilizados e nos direitos e obrigações a eles inerentes.

### 2.4.1 CONTRATOS DE INVESTIMENTO COMO VALORES MOBILIÁRIOS

Definir o significado de valor mobiliário para o *crowdfunding* de investimento é fundamental para se estabelecer uma fronteira demarcatória da abrangência e atuação do direito inerente a sua figura. Ademais, serve também para abalizar o campo de atuação governamental na regulamentação do uso deste instrumento como forma de capitalização de empreendimentos, bem como na consequente fixação de competência do órgão regulador responsável. Não menos importante, a definição de valor imobiliário é essencial para que a autoridade competente possa punir, civil ou penalmente, aqueles que transgridem as regras legais do país, utilizando-se ilegalmente de valores mobiliários para atingir um objetivo socialmente danoso.<sup>136</sup>

Não obstante, não se pretende esgotar a definição deste instituto, mas sim trazer suas principais características e entendimentos adotados pela doutrina.

Pois bem. Primeiramente, parte-se do princípio de que, nas palavras do Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho, “*a função dos valores mobiliários é financiar de forma pulverizada os investimentos privados*”.<sup>137</sup>

Vê-se, assim, que a oferta de valores mobiliários está intimamente ligada à ideia de investimento e captação de recursos. A legislação brasileira só atingiu maturidade sobre o tema depois que se espelhou nos desafios e conquistas notadamente do Direito norte

---

<sup>136</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora FGV, v.1. t.1, 2015. p. 26.

<sup>137</sup> *Ibid.*, p. 25.

americano, no qual a definição de valor mobiliário (*security*) encontra-se expressamente disposta na *Section 2(1) Securities Act of 1933*:

The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.<sup>138</sup>

Entretanto, percebe-se que a legislação norte americana não trouxe uma definição teórica ou exata do termo, mas se limitou a elencar à exaustão os títulos que teriam a condição de valor mobiliário.<sup>139</sup> Diante disso, os tribunais americanos passaram a decidir, conforme o caso concreto, seu exato sentido.

Para a doutrina, o maior problema na delimitação do que seria um valor mobiliário se refere aos contratos de investimentos (*investment contracts*), por se tratar de um termo muito amplo e que acaba englobando todas as outras categorias, já que, como visto, os valores mobiliários visam justamente atrair investimento. Diante deste dilema, a Corte Suprema Norte Americana apascentou a discussão no caso *SEC v. W. J. Howey Co.*<sup>140</sup>, que tratava da venda de terrenos a centenas de pessoas por uma companhia (Howey) e sua subsidiária (Howey-in-the-Hills Service Company), tendo como contrapartida a prestação de serviços de plantio da terra de comercialização dos produtos colhidos. Sobre o tema, comenta o Prof. Bradford:

A parte mais abrangente da definição de valor mobiliário, a categoria “pegatudo”, é o termo “contrato de investimento”. No caso *SEC v. WJ Howey Co.*, o Supremo Tribunal definiu um contrato de investimento como sendo (1) um investimento em dinheiro (2) num empreendimento comum (3) com expectativa de lucros (4) resultante apenas dos esforços do empreendedor ou de um terceiro. Tanto o Supremo Tribunal como os tribunais inferiores vem aplicando o teste de Howey ao longo dos anos, e seus elementos básicos permanecem inalterados - com uma exceção significativa. A palavra “apenas” foi eliminada da quarta premissa. Em vez disso, a questão agora é

<sup>138</sup> Estados Unidos da América. **Securities Act of 1933**. 27 de maio de 1933, ch. 38, title I, Sec. 1, 48 Stat. 74. section 2(a)(1). Disponível em: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>. Acesso em: 26 jun.2018.

<sup>139</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais - regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2ª ed., 2008. p. 30

<sup>140</sup> Cf. *Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

"se os esforços feitos por aqueles que não o investidor são inegavelmente significativos, ou seja, aqueles esforços essenciais de gerência que podem afetar diretamente a possibilidade de falha ou sucesso da empresa investida.<sup>141</sup> (tradução livre)

Após esse *leading case*, o conceito de *securities* (valores mobiliários), não só no direito norte americano, como também no direito brasileiro, deixou de se restringir aos títulos comumente emitidos por sociedades anônimas, passando a incluir, também, os contratos de investimento, os quais, via de regra, devem ser consubstanciados: (i) em um investimento em dinheiro; (ii) em um empreendimento comum; (iii) com expectativa de lucros; e (iv) que os lucros decorram de esforços de terceiros e que estes sejam vitais para o sucesso da empresa. A verificação desses pressupostos, para o enquadramento do contrato de investimento em valor mobiliário, ficou conhecido como *Howey test*.<sup>142</sup>

No Brasil, são valores mobiliários aqueles definidos em lei.<sup>143</sup> Desta feita, a Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, foi atualizada e modificada pela Lei nº 10.303/2001, a qual trouxe as inovações no conceito de valor mobiliário trazidos pelo direito estrangeiro e expandiu o escopo do mercado de capitais e a atuação da CVM, assim dispondo em seu artigo 2º, *in verbis*:

Art. 2º 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.<sup>144</sup>

<sup>141</sup>BRADFORD, C. Steven. **Crowdfunding and the Federal Securities Laws**. Nova Iorque: Columbia Business Law Review, 2012. p. 30-31.

<sup>142</sup>EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais - regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2ª ed., 2008. p. 33.

<sup>143</sup>MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora FGV, v.1. t.1, 2015. p. 45.

<sup>144</sup>BRASIL. Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em: 24 jun. 2018.

Essa lista pode crescer ainda mais, na medida em que são se trata de um rol taxativo, mas de uma definição sujeita a várias interpretações, como foi a chegada dos contratos de investimento coletivo ao mundo dos valores mobiliários.<sup>145</sup>

Comentando essa evolução da legislação brasileira, em especial a adoção dos contratos de investimento pelo inciso IX, declara o jurista José Eduardo Carneiro de Queiróz:

Toda uma nova diversidade de modalidades de investimento extremamente importante para o mercado de capitais. As cotas de fundo de investimento e os contratos de derivativos de qualquer natureza passaram a ser tratados como valores mobiliários, tendo como consequência a ampliação da competência da CVM para também regular essas modalidades de investimento. (...) Com a inclusão do contrato de investimento como valor mobiliário, passamos a contar com uma definição contemporânea e alinhada com um mercado de capitais dinâmico e variado em termos de possibilidades de investimento.<sup>146</sup>

Por fim, os valores mobiliários não podem ser confundidos com os títulos de crédito. Começando pelo fato de que os valores mobiliários não necessitam da emissão de cártula, e os títulos de crédito sim, o Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho complementa essa diferença:

Também temos que os valores mobiliários são, por sua natureza, contratos de investimentos coletivos, enquanto os títulos de crédito são somente instrumentos representativos de dívida. Além do fato de que, por mandamento legal, os títulos de crédito podem ser emitidos ao portador, ao passo que os valores mobiliários necessariamente têm que ser emitidos na forma nominativa.<sup>147</sup>

Apesar dessa distinção, nada impede que um mesmo título possa se comportar, ora como título de crédito, ora como valor mobiliário, nesse sentido complementa o Prof. Ary:

Assim, nada impede que exista um mesmo título que possa se comportar como título de crédito ou como valor mobiliário - claro está que não ao mesmo tempo ou ao sabor da conveniência do emitente ou do credor. Se o papel for emitido somente enquanto documentação de dívida, se não for objeto de oferta pública por parte do emitente aos tomadores, pertencerá ao mundo os títulos de crédito. Entretanto, se a ele se agregar a expectativa de lucro, transformando-o por tal em um contrato de investimento, então estaremos no domínio da legislação concernente aos valores mobiliários.<sup>148</sup>

<sup>145</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora FGV, v.1. t.1, 2015. p. 45.

<sup>146</sup> QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, [s. L.], v. 11, n. 41, p.121-126, set. 2008. p. 122.

<sup>147</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. op. cit. p. 45.

<sup>148</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora FGV, v.1. t.1, 2015. p. 44-45.

Destarte, resta delimitado o escopo dos valores mobiliários, que são aqueles elencados no artigo 2º da Lei nº 6.385/76, mas que, na prática, não se limitam àqueles, tendo em vista que as mais diversas possibilidades de redação dos contratos de investimento podem gerar inovações ao mercado de capitais se aprovados no *Howey test* e ofertados publicamente. Diante disto, deve-se agora analisar a quais instituições governamentais e regulações o *crowdfunding* de investimento, como ferramenta de captação de recursos e oferta de valores mobiliários, e seus atores, estão submetidos.

## 2.5 REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO DO CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO

Viu-se até agora que, a ideia de se utilizar a internet, como mecanismo de propagação de ofertas para o público, promete bastante resultados. Entretanto, quando essa oferta é, na verdade, de valores mobiliários para um público abrangente, oferecendo-se algum tipo de participação na empresa, essa ideia pode tornar-se problemática.

Em geral, no mundo, as empresas não podem fazer uma oferta pública de valores mobiliários, a menos que tenham recebido autorização prévia da instituição reguladora responsável. Em muitos países essa regulação pode ser bastante estranguladora, como no caso da MediaNoMad, que, por vedação da lei francesa, não poderia ter mais de 100 acionistas. Para driblar esse problema, e não prejudicar o seu processo de *crowdfunding*, os contratos dos investidores foram assinados por apenas 100 membros, de modo que tiveram que se juntar em espécies de sociedades em conta de participação ou de propósitos específicos.<sup>149</sup>

Há também o caso emblemático da Trampoline Systems que, em 2009, tornou-se a primeira empresa de tecnologia do mundo a obter financiamento através de *crowdfunding* de investimento. A empresa anunciou um programa para levantar um total de 1 milhão de libras distribuídos em quatro rodadas. A primeira rodada de 260 mil libras foi concluída em outubro de 2009, e uma segunda rodada de 350 mil libras foi aberta em agosto de 2010. Todavia, para tanto, referida empresa foi obrigada a preparar um complexo mecanismo jurídico a fim de evitar quaisquer problemas com o regulador do mercado financeiro do Reino Unido (*Financial Services Authority*). E talvez seja essa a principal razão que a maioria das campanhas de *crowdfunding* não são de investimento, mas sim de recompensa.<sup>150</sup>

---

<sup>149</sup> BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. **Crowdfunding: An Industrial Organization Perspective**. Paris: Digital Business Models: Understand-ing Strategies, 2010. p. 6.

<sup>150</sup> BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. **Crowdfunding: An Industrial Organization Perspective**. Paris: Digital Business Models: Understand-ing Strategies, 2010. p. 6.

Nesse diapasão, no Brasil, as premissas da livre iniciativa são as que regem a estrutura de mercado, sendo o capitalismo o sistema econômico adotado por nossa Carta Magna.<sup>151</sup> Por esta razão, cabe a iniciativa privada a exploração da atividade econômica do país, em que pese na realidade esses valores serem ignorados pelos governos bolivarianos que reinaram por muito tempo na história do Brasil.

Para os precursores do sistema liberal, a exemplo de Adam Smith, a ideia de intervenção do Estado na economia era muito limitada, se não quase invisível, reservando essa intervenção a situações bastante pontuais: a realização de obras públicas, desde que estas não possam ser realizadas pela iniciativa privada; a defesa da sociedade contra inimigos externos; e a proteção dos indivíduos contra as ofensas mútuas.<sup>152</sup> Todavia, sabe-se que hoje essa ideia é bastante radical, de qualquer modo, tem-se que respeitar a posição dos liberais pioneiros, haja vista que vieram de um contexto de um Estado absolutista e estrangulador da liberdade, sem contar com o fato que o mercado, à época, não era tão globalizado, dinâmico e perspicaz como hoje.

Foi com esta preocupação, que a própria Carta Magna, em seu artigo 174, conferiu ao Estado o pode-dever de regular a atividade econômica, não esperando que “a mão invisível” resolvesse alguns problemas que acometem o seu bom funcionamento.

É dentro deste contexto, que o Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho comenta o papel de regulação do Estado no âmbito do mercado financeiro:

O Direito dos Valores Mobiliários, como consequência, conta, ou busca contar, com o regramento estatal tendente a dar as condições de equidade nas transações ocorridas no mercado de valores mobiliários, o qual se compõe de investidores e ofertantes de valores mobiliários, agentes de intermediação e de negociação. A atividade que ocorre em seu seio é, entretanto, eminentemente privada.<sup>153</sup>

Vale ressaltar a última colocação do Prof. Ary, extraindo-se que essa regulação não pode ser irresponsável, e nem mesmo atrapalhar a livre iniciativa. Mas como o Estado vai proporcionar a equidade nas transações através da regulação e fiscalização? Essa pergunta também é respondida pelo ilustre professor:

As condições impostas pelo regramento estatal para que se consiga um relacionamento equitativo entre seus vários agentes se dá, dentre outras formas mais adiante discutidas, pela informação obrigatoriamente veraz dada

<sup>151</sup> Vide os artigos 1º, inciso IV; 170; e 173 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

<sup>152</sup> Cf. BOBBIO, Norberto. **Liberalismo e democracia**. Trad. Marco Aurélio Nogueira. São Paulo: Brasiliense, 1992.

<sup>153</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora FGV, v.1. t.1, 2015. p. 25.

pelo emitente de valores mobiliários, ou pela proibição de situações caracterizadoras de manipulação de preço quanto ao emitente, ou pela vedação ao *front-runner* pelo corretor da operação, etc. O tratamento equitativo entre os que atuam no mercado de valores mobiliários visa dar condições de igualdade jurídica e de informação.<sup>154</sup>

Ou seja, cabe ao Estado garantir proteção ao mercado e aos seus atores, punindo a quem tente fraudar o sistema que deve ser pautado pela boa-fé de seus participantes, primando pela outorgar de condições de igualdade jurídica e de informações.<sup>155</sup> Sobre este fato comenta o Prof. Ary:

Historicamente, e em resumo, a proteção do Estado visa dar condições de avaliação do investimento aos poupadores que possam ser atingidos ou sejam alvo de ofertas, de compra, ou de venda, de valores mobiliários, feitas de forma pública. Vê-se, portanto, que a preocupação se volta à necessidade de reger o acesso à chamada economia popular, na medida em que o grande objetivo é proteger os potenciais compradores ou vendedores alvos da oferta de investimento representado pela oferta pública de compra ou de venda de valores mobiliários.<sup>156</sup>

Talvez o principal elemento de preocupação do Estado, no que se refere ao *crowdfunding* de investimento, seja a questão da veracidade das informações. Isso porque, a princípio, qualquer empresa que preencha alguns requisitos básicos de constituição pode participar desta modalidade, até mesmo aquelas, e principalmente essas, que sequer possuem uma história/tradição comercial por traz para trazer mais credibilidade e garantias. Soma-se a isso o fato de que apenas um terceiro, a plataforma, irá intermediar e fiscalizar toda a campanha, de modo que se torna impossível um controle total da veracidade das informações prestadas pela empresa, sem deixar de lado a possibilidade de fraude do próprio investidor que, em conluio ou não com a investida, pode estar cometendo o crime de lavagem de dinheiro ou de ocultação de patrimônio.

Diante deste quadro, é que os países decidiram criar, no âmbito de atuação nacional, as agências reguladoras do mercado financeiro e, no caso do Brasil, uma autarquia para regular e fiscalizar especialmente o mercado de capitais: a Comissão de Valores Mobiliários, CVM.

---

<sup>154</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora FGV, v.1. t.1, 2015. p. 25.

<sup>155</sup> *Ibid.*, p. 25.

<sup>156</sup> *Ibid.*, p. 27.

### 2.5.1 A COMPETÊNCIA DA CVM PARA REGULAR E FISCALIZAR O CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO

Na linha da construção histórica do mercado de capitais e das preocupações a ela inerentes, foi que a Comissão de Valores Mobiliários foi criada em 1976, com a promulgação da Lei nº 6.385, com a missão de “*Desenvolver, regular e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários, como instrumento de captação de recursos para as empresas, protegendo o interesse dos investidores e assegurando ampla divulgação das informações sobre os emissores e seus valores mobiliários*”.<sup>157</sup>

A CVM constitui-se em uma autarquia, 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.<sup>158</sup> Entretanto, quando criada “*o legislador reduziu o campo de competência da Comissão de Valores Mobiliários somente aos títulos emitidos pelas sociedades anônimas, já que o Banco Central do Brasil, por problemas de estrutura de poder, se opunha à criação desta última*”.<sup>159</sup> Até 2001, quando então ocorreu alteração substancial da Lei nº 6.385/1976, somente os valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas e ofertados ao público eram fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários. Já ao Banco Central do Brasil, eram afeitas à normatização e à fiscalização dos valores mobiliários que, não sendo emitidos pelas sociedades anônimas, fossem ofertados ao mercado.<sup>160</sup>

Em razão da alteração da lei, hoje, na prática, a CVM detém praticamente exclusividade para regular e fiscalizar o mercado de capitais. Confirma-se a combinação dos artigos que asseguram essa competência:

Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;

<sup>157</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **O que é a CVM?** Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/servidores/estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/servidores/estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf)>. Acesso em: 25 jun. 2018.

<sup>158</sup> Redação dada pelo art. 5º da Lei Federal n. 6.385 de 1976.

<sup>159</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 25, n. 2, p.37-51, jun. 1985. p. 38.

<sup>160</sup> *Ibid.*, p. 38.

V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;  
 VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;  
 VII - a auditoria das companhias abertas;  
 VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. [...]  
 Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:  
 I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; [...]  
 III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados [...].<sup>161</sup>

Desta maneira, não há dúvidas quanto a competência da CVM para regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e, como visto no tópico anterior, restou comprovado que os contratos de investimento, envolvidos no *crowdfunding* de investimento, podem ser considerados valores mobiliários, seja em sentido estrito ou extensivo, já que essa categoria pode abarcar todos os tipos de valores mobiliários.

É fundamental ressaltar que, no sentido estrito dos contratos de investimento, previstos no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385, para estes serem considerados valores mobiliários, o legislador impôs que devessem ser ofertados publicamente. Neste diapasão, e na esteira do raciocínio construído do porquê deve haver regulação, é que a CVM está mais preocupada, justamente, com esses títulos que são ofertados publicamente do que com aqueles negociadas de forma privada, já que aqueles interferem diretamente na economia pública. Nas palavras do Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho:

A oferta privada não consta do mundo de preocupações do Direito dos Valores Mobiliários, na medida em que não afeta diretamente a economia pública, mas tem repercussões quase que exclusivamente no campo das relações privadas entre as partes contratantes, prescindindo, nestes casos, da regulação específica que o Estado exerce por intermédio de órgão governamental determinado.<sup>162</sup>

Dessa forma, apesar de deter competência para regular e fiscalizar as operações privadas de valores mobiliários, como visto na legislação acima, a CVM quase não se preocupa com essas operações. Sendo assim, caminhando para o fim, cabe saber se a forma de funcionamento do *crowdfunding* de investimento, através da internet, implica em, de fato, ofertar publicamente esses títulos financeiros.

<sup>161</sup> BRASIL (Estado). Lei n. 6.385, de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF, 7 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em: 25 jun. 2018.

<sup>162</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora FGV, v.1. t.1, 2015. p. 27.

Se essa característica for confirmada, então, em tese, o *crowdfunding* de investimento teria que estar submetido às complexas regulações impostas pela CVM para este tipo de mercado, começando pelas exigências já criadas Lei Federal nº 6.385/1979, que em seu artigo 19, determina que as ofertas públicas sejam previamente registradas junto a CVM, dentro dos requisitos exigidos pela autarquia, bem como obedecerem às mais diversas exigências regulatórias que demandam muito tempo e dinheiro para serem atendidas, razão pela qual, normalmente, somente sociedades de grande porte suportam toda essa burocracia.<sup>163</sup>

Nessa esteira, sobre a questão se a internet, quando utilizada como instrumento de oferta de títulos financeiros, seria considerada uma forma tornar essa oferta pública, Cesar Augusto Rodrigues de Carvalho conclui (apud MATTOS FILHO)<sup>164</sup>:

Disso resulta que uma oferta feita pela Internet é sem dúvida uma oferta pública; aliás, feita por um meio de comunicação muito mais eficiente do que os previstos em 1976, quando a informática era uma ferramenta para poucos e nem se sonhava com a existência e o alcance social da World Wide Web. Essa é uma das situações em que a CVM tem a competência para trazer para seu âmbito de atuação a emissão pública ofertada por meios eletrônicos, com base no parágrafo 5º, inc. I, do artigo 19.<sup>165</sup>

Inegável, pois, que ocorre a negociação pública de valores mobiliários quando utilizado o *crowdfunding* de investimentos através das plataformas eletrônicas.

Noutro norte, alinhada com a prerrogativa conferida pelo inciso I, do §5º, do artigo 19 da Lei Federal nº 6.385/1979, que confere liberdade para CVM definir situações que se configurem emissão pública de valores mobiliários, a Comissão de Valores Mobiliários editou, em 2003, a Instrução Normativa nº 400<sup>166</sup>, que definiu a regulação sobre as ofertas públicas e delimitou seu escopo, abrindo a possibilidade de dispensa do registro dessas ofertas a critério exclusivo da autarquia.

Não obstante, referida instrução não era suficiente para criar segurança jurídica para o mercado de *crowdfunding* de investimento, primeiro porque muitas plataformas acreditavam que a instrução não se aplicava ao *crowdfunding*, tendo em vista que não foi previsto expressamente a captação via internet, apesar de ser evidente que o financiamento

<sup>163</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. Crowdfunding de participação e financeiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 79. ano 21. p. 37-52. São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2018. p. 41.

<sup>164</sup> *Ibid.*, p. 316.

<sup>165</sup> CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. Equity crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 78. ano.20, p. 47-76. São Paulo: Ed. RT. out./dez., 2017. p. 55.

<sup>166</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 400, de 29 de dez. de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>>. Acesso em: 27 jun. 2018.

participativo de investimento devesse ser registrado (ou dispensado).<sup>167</sup> Segundo, justamente por não trazer nenhum regramento específico e objetivo, os atores do *crowdfunding* não sabiam como proceder, pois desconheciam-se dos requisitos de registro ou então se enquadravam-se nos casos de dispensa deste registro.

Em suma, Cesar Augusto Rodrigues de Carvalho explica que:

[...] não havia base regulamentar que suportasse corretamente o crowdfunding, uma vez que as regras constantes da referida instrução não haviam sido desenhadas para uma oferta pública que fosse realizada quase que exclusivamente na internet, com a intermediação de uma plataforma eletrônica.<sup>168</sup>

Frente a esta incerta jurídica, não restou alternativa para CVM senão a edição de uma instrução específica para o *crowdfunding* de investimento. Isso porque, nas palavras de Cesar Augusto Rodrigues de Carvalho:

[...] falta de regulamentação específica não deveria fazer com que uma modalidade de investimento inovadora e internacionalmente aceita, que visa assegurar aos pequenos empreendedores uma forma mais rápida e célere de capitalizar junto do público em geral, consolidando-se como interessante alternativa ao sistema financeiro nacional e ao alto custo de seu financiamento, fosse inviabilizada, por ter de se sujeitar às mesmas condições das demais formas de distribuição de valores mobiliários que não atendem às necessidades de empresas iniciantes e de pequeno porte, por serem excessivamente onerosas e complexas.<sup>169</sup>

Ora, barrar o crescimento de empreendimentos, que visam criar e proporcionar novas tecnologias e soluções para os problemas das pessoas e de outras empresas, suprimindo lacunas de desenvolvimento do mercado e do seu sistema de produção, foge da regra de razoabilidade de qualquer país que deseja adaptar seu mercado à economia global.

Foi, dessa forma, da necessidade desse nicho de mercado emergente no país, que a CVM decidiu então dedicar uma instrução normativa especialmente para esta modalidade de financiamento coletivo através da negociação de valores mobiliários.

Em 13 de julho de 2017, portanto, após longos trabalhos de estudos sobre o tema, incluindo audiência pública com a manifestação de 38 pessoas e entidades, mais de 30 pareceres com sugestões de escritórios de advocacias, associações e plataformas, a CVM

<sup>167</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. Crowdfunding de participação e financeiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 79. ano 21. p. 37-52. São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2018. p. 43.

<sup>168</sup> CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. Equity crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 78. ano.20, p. 47-76. São Paulo: Ed. RT. out./dez., 2017. p. 50

<sup>169</sup> Ibid. p. 55.

editou a Instrução Normativa nº 588/2017<sup>170</sup>, que regula, exclusivamente e expressamente, o *crowdfunding* de investimento ou *equity crowdfunding*.

Sendo assim, esse regramento foi responsável por criar os parâmetros normativos para a realização da oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, com a dispensa de registro, por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo.<sup>171</sup>

Atendidos os objetivos da CVM<sup>172</sup> com a edição dessa instrução, Maria Eugênia Reis Finkelstein afirma que, “*de modo geral, a Instrução CVM 588/2017 foi bem recebida pelo mercado, pois trouxe segurança jurídica para um modelo de negócios que vinha crescendo à margem da lei*”.<sup>173</sup>

Dentro deste panorama, conhecidos o modo de funcionamento e os objetos negociados no *crowdfunding* de investimento; bem como delimitado a sua natureza jurídica e, por conseguinte, definido a qual órgão público seus atores estão submetidos; e, por fim, a qual regramento está sujeito, passa-se a discorrer sobre os principais aspectos práticos e jurídicos trazidos pela Instrução CVM nº 588/2017. Ainda, ao final, far-se-á uma análise dos instrumentos jurídicos utilizados pelas plataformas de *crowdfunding* que dão o escopo de formação dos valores mobiliários negociados neste tipo de investimento.

---

<sup>170</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 588, de 13 de jul. de 2017. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>>. Acesso em: 27 jun. 2018.

<sup>171</sup> CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. *Equity crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 78. ano.20, p. 47-76. São Paulo: Ed. RT. out./dez., 2017. p. 50-51.

<sup>172</sup> Cf. “O *crowdfunding* de investimento é uma alternativa inovadora para o financiamento de empreendedores. A CVM considera que a segurança jurídica trazida pela nova norma pode alavancar a criação de novos negócios de sucesso no país, permitindo a captação de recursos de modo ágil, simplificado e com amplo alcance a investidores por meio do uso da internet, comentou Leonardo Pereira, Presidente da CVM”. (Comissão de Valores Mobiliários. **CVM regulamenta Crowdfunding de Investimento**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170713-2.html>>. Acesso em: 25 jun. 2018.).

<sup>173</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. *Crowdfunding de participação e financeiro*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 79. ano 21. p. 37-52. São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2018. p. 44.

### 3 ASPECTOS PRÁTICOS E JURÍDICOS RELEVANTES DO CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO

#### 3.1 ANÁLISE DA INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 588

O objetivo do presente capítulo não é esgotar o estudo de todos os artigos da Instrução CVM n. 588/2017<sup>174</sup>, mas sim realizar destaques desta regulamentação em contraste com o Relatório da Audiência Pública SDM 06/2016<sup>175</sup>, bem como realizar observações gerais sobre o cumprimento efetivo deste regramento pelas plataformas eletrônicas de investimento participativo.

Pois bem. Conforme o artigo 1º da Instrução CVM n. 588/2017, o regramento trazido busca regular 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 tem por fim assegurar a proteção dos investidores e possibilitar a captação pública por parte destas sociedades.

Já no primeiro artigo, depara-se com talvez o ponto principal desta instrução: a possibilidade de dispensa de registro da oferta pública de valores mobiliários. Isso porque, a necessidade de registro junto a CVM, como já observado, é matéria bastante complexa e onerosa, de forma que suas exigências inviabilizam a realização da oferta pública de valores mobiliários por empresas menores. Sendo assim, através da dispensa de registro, a empresa poderá ofertar publicamente valores mobiliários sem precisar comunicar e depender de autorização da CVM. Nestes casos, a empresa emissora está dispensada de obedecer a regulamentação específica sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, conforme expressamente previsto no parágrafo primeiro do artigo supramencionado.

Ademais, referido artigo já delimita também os personagens que estão envolvidos no processo de *crowdfunding* de investimento e, portanto, na oferta pública com dispensa de registro, são eles: (i) a empresa emissora dos valores mobiliários; (ii) a plataforma eletrônica intermediadora; e (iii) os investidores.<sup>176</sup>

Todavia, para fazer jus a essa dispensa de registro, situação excepcional criada pela CVM, mas de acordo com sua prerrogativa conferida pelo inciso I, do §5º do art. 19, da Lei

<sup>174</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 588, de 13 de jul. de 2017. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>>. Acesso em: 27 jun. 2018.

<sup>175</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM 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: 28 jun. 2018.

<sup>176</sup> CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. Equity crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 78. ano.20, p. 47-76. São Paulo: Ed. RT. out./dez., 2017. p.59.

Federal nº 6.385/1976, alguns requisitos foram acertadamente impostos para que essa exceção à regra ocorresse. A principal exigência para tanto, é que esta oferta se dê na forma do *crowdfunding* de investimento, vedando-se expressamente a utilização dessa resolução para fins de operação das demais formas de *crowdfunding*.<sup>177</sup>

Destarte, criou-se normas que visam estabelecer limites e condições de operacionalidade do *crowdfunding* de investimento, tanto em relação a sua forma de funcionamento, quanto aos critérios para participação de seus atores. Nesse norte, primeiramente, far-se-á uma análise das condições gerais da oferta e, depois, dos requisitos básicos para que os atores possam participar da campanha de *crowdfunding* de investimento.

### 3.1.1 – CONDIÇÕES GERAIS DA OFERTA PÚBLICA DISPENSADA DE REGISTRO

Conforme artigo 3º, e seus incisos, da instrução em análise, para que a oferta seja dispensada de registro perante a CVM, ela deve preencher alguns requisitos, dentre eles: (i) o valor alvo máximo de captação anual não pode ser superior a R\$ 5.000.000,00; (ii) o prazo de captação não pode ser superior a 180 dias, e deve ser definido antes do começo da campanha; (iii) deve ser respeitado o intervalo de 120 dias para que se inicie uma nova rodada de investimentos, desde que não ultrapassado o valor anual de captação permitido; (iv) deve ser garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo, 7 dias contados a partir da confirmação do investimento, sem a aplicação de qualquer penalidade ou desconto; (v) os valores aportados durante a captação não poderão ser utilizados para fusões, aquisições, incorporações, aquisição de título financeiros de outras sociedades, concessão de crédito a outras sociedades, etc.; (vi) é permitido que a captação seja parcial, de forma que, mesmo não se atingindo o valor alvo máximo, seja declarado o sucesso da campanha se for atingido o valor alvo mínimo de captação, que deve ser igual ou superior a 2/3 (dois terços) do valor alvo máximo.

Durante a audiência pública, tentou-se majorar o valor alvo máximo de captação permitido, mas sem sucesso. A CVM entendeu que o regime de dispensa de registro “*deve ser utilizado com parcimônia e que não é desejável que uma oferta pública dispensada de registro tenha um valor significativo a ponto de causar um impacto negativo no mercado e na situação financeira de inúmeros investidores de varejo*”.<sup>178</sup>

<sup>177</sup> Vide §2º do art. 1º, e §1º e seus incisos, do art. 2º, da Instrução CVM n. 588/2017.

<sup>178</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 23-24. 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: 28 jun. 2018.

Na minuta da instrução, o período máximo de captação de uma oferta era de 90 dias, mas após a confrontação em audiência pública, a CVM acatou a recomendação de estender este prazo, em razão do estágio atual do mercado, tendo em vista que o prazo de 90 dias provavelmente não seria suficiente para captação de ofertas maiores.<sup>179</sup>

Um dos aspectos mais polêmicos, também confrontados na audiência pública, foi a proposta da CVM de que, a manifestação da intenção de investimento, pelo investidor, não seria vinculante. Na regra idealizada pela CVM, a manifestação da intenção do investidor em participar da oferta deveria ser de caráter não vinculante. Nesse sentido, uma vez que o valor das intenções de investimento coletadas superasse o valor alvo, os investidores seriam notificados para que realizassem o depósito das quantias definidas na sua intenção de investimento, sendo dado o prazo máximo de 5 dias úteis para sua efetuação. Após esse prazo, a plataforma deveria considerar que houve desistência por parte do investidor, não sendo cabíveis quaisquer multas ou penalidades em razão da desistência.<sup>180</sup>

As consequências negativas desta proposta inicial são, deveras, fatais para o mercado de *crowdfunding* de investimento. Começando pela insegurança de seus personagens, que nunca irão saber se o valor estimado de captação representa, de fato, a quantia que será arrecada ao final. Outra razão levantada para reformular essa norma, era a preocupação com comportamentos oportunistas, por exemplo, quando um investidor infla artificialmente sua manifestação de interesse, sabendo que poderá facilmente desistir do investimento, ou, até pior, se pessoas com más intenções pudessem simplesmente quebrar a confiança no mecanismo das captações ao fazer pedidos de investimento sem a intenção de transferir o dinheiro, passando aos demais investidores uma informação inverídica sobre o andamento da captação.<sup>181</sup>

Esses fatores retiram a seriedade e segurança necessários para o bom funcionamento de qualquer mercado, de forma que investidores e emissores se sentiriam ameaçados em participar deste tipo de financiamento.

Por outro lado, a motivação da CVM, ao criar essa regra, era para proteger os investidores de varejo daquelas decisões tomadas no calor do momento, com emoção, que acompanham o arrependimento posterior. Em vista desta preocupação, durante a audiência

---

<sup>179</sup> Ibid., p. 24-25.

<sup>180</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Edital de Audiência Pública SDM N° 06/2016**. Audiência Pública SDM n° 06/16 – Processo CVM n° RJ/2013-11877. p. 11. 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: 28 jun. 2018.

<sup>181</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM n° 06/16 – Processo CVM n° RJ/2013-11877. p. 26. 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: 28 jun. 2018.

pública, os representantes da plataforma EqSeed sugeriram que o requerimento de manifestações de caráter vinculante fosse então acompanhado por um período curto de desistência (*cooling-off period*). Tal solução seguiria o modelo adotado por reguladores de outros países como, por exemplo, a *Financial Conduct Authority* (FCA) do Reino Unido.<sup>182</sup>

Sendo assim, diante dessas considerações, manifestando-se praticamente todos os participantes da audiência pública contra o método adotado na minuta da instrução, a CVM decidiu acatar as recomendações, tornando a manifestação de intenção de investimento vinculante. Não obstante, adotou-se um período de *cooling-off* mínimo obrigatório de 7 dias, que não poderá ensejar na aplicação de qualquer penalidade ou multa em caso de desistência, devendo a plataforma estabelecer a forma de funcionamento deste sistema (i.e., início da contagem do prazo), desde que respeitadas essas condições mínimas.<sup>183</sup>

Uma outra questão bastante combatida, mas que não foi revisada pela CVM e, assim, incorporada no inciso V, do art. 3º, da instrução, é a vedação de utilização dos recursos captados para realização de determinados eventos (i.e, fusão, aquisição, cisão, concessão de créditos a outras empresas, aquisição de títulos financeiros de outras empresas, etc.). Para alguns, a CVM não teria competência para determinar onde os recursos podem ou não ser aplicados, para outros, o dispositivo pode ocasionar dúvidas como, por exemplo, “*se estariam proibidas antecipações de recursos a clientes ou fornecedores que permitam fomentar as atividades, visto que poderiam ser consideradas concessão de crédito?*” Isso pode ocorrer, por exemplo, em uma empresa nascente da área de finanças (*FinTech* de crédito), que poderia utilizar recursos obtidos na captação como capital de giro inadvertidamente.<sup>184</sup>

Outros, como o escritório TozziniFreire, também argumentam que “*a experiência externa tem se consolidado no sentido de fazer captações de financiamento participativo justamente para obter o capital necessário ao crescimento por operações de fusões e aquisições, como importante ferramenta de alavancagem dos negócios das startups mais promissoras*”.<sup>185</sup>

No entanto, a CVM considera que as destinações vedadas não se coadunam com as dispensas de registro da oferta e do emissor que estão sendo concedidas, pois o investidor estaria investindo indiretamente em outras sociedades que não a emissora, e sem quaisquer

<sup>182</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p.28. 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: 28 jun. 2018.

<sup>183</sup> *Ibid.*, p. 31.

<sup>184</sup> *Ibid.*, p. 32.

<sup>185</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p.32. 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: 28 jun. 2018.

elementos para analisar tais empresas, suas estruturas societárias, suas operações, risco de crédito, etc., algo que demandaria um nível de sofisticação e diligência por parte do investidor que não é esperado neste tipo de oferta.<sup>186</sup>

Por fim, importante ressaltar que, conforme disposto no artigo 20 da instrução, é vedado a plataforma eletrônica, em relação aos valores mobiliários negociados: (i) realizar quaisquer serviços de custódia/guarda; (ii) realizar atividades de intermediação secundária; (iii) conceder crédito a investidores ou sociedade emissora de pequeno porte; e (iv) realizar atividades privativas de entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários.

Diante disso, alguns participantes da audiência pública, em especial as plataformas, discordaram dessas vedações e, ainda, questionaram o fato de não se prever um mecanismo de custódia dos ativos gerados por meio do *crowdfunding* de investimento. Entretanto, na visão da CVM, os valores mobiliários ofertados nas plataformas de *crowdfunding* “são majoritariamente contratuais ou cartulares (não escriturais) e não há previsão de sua negociação secundária em mercados regulamentados”. Portanto, conclui-se que eles não serão objeto de depósito centralizado ou de registro obrigatório e, dessa forma, não se mostra necessário exigir a custódia desses títulos.

Outrossim, a CVM também esclareceu que a autorização para se funcionar como custodiante de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 542/13, é concedida a bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, caixas econômicas, sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, e entidades prestadoras de serviços de compensação e liquidação e de depósito centralizado de valores mobiliários, e que as plataformas não se encaixam em nenhum destes tipos.<sup>187</sup>

---

<sup>186</sup> Ibid., p. 34.

<sup>187</sup> Ibid., p. 109-110.

### 3.1.2 – CRITÉRIOS DE ELEGIBILIDADE DO EMITENTE DA OFERTA

Começando pelos critérios de elegibilidade do emitente da oferta, a instrução limitou a sua participação às sociedades empresárias de pequeno porte, conforme texto já trazido do seu artigo 1º. Referido arranjo foi definido no inciso III, do artigo 2º, *in verbis*:

[...] 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.

Durante a audiência pública, essa definição trouxe bastante controvérsias. Os participantes não gostariam que fosse utilizada a expressão “sociedade empresária”, mas sim “pessoa jurídica”. Também se sugeriu a exclusão do termo “registrada no registro público competente”. Isso porque, com essas limitações, ficam proibidas, por exemplo, a EIRELI, a Sociedade em Conta de Participação (SCP), empresários individuais, produtores rurais, associações, e fundações sem fins lucrativos de participarem como autores das campanhas de *crowdfunding* de investimento.<sup>188</sup>

Entretanto, apesar da CVM ver a importância de inclusão dessas pessoas, considerou-se que “*as sociedades empresárias guardam um grau de governança mais adequado para esse primeiro estágio de regulamentação, no qual os investidores não possuem experiência em relação a este novo mercado*”. Outrossim, a CVM também argumentou que, caso fosse permitido todas as outras configurações, o espectro de possíveis emissores seria amplo demais e, para o atual estágio de desenvolvimento do mercado de *crowdfunding*, isso não se mostra conveniente.<sup>189</sup>

Quanto ao requisito de registro junto ao órgão competente, a CVM afirma que é justamente para inibir a participação da SCP, haja vista que esse tipo societário oferece riscos demasiadamente altos para os investidores como, por exemplo, a separação patrimonial clara entre o patrimônio da sociedade e dos sócios e a falta de formalização da sociedade, o que

<sup>188</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 9-11. 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: 28 jun. 2018.

<sup>189</sup> Ressalta-se que iniciativas de fundações e associações podem se socorrer as outras modalidades de *crowdfunding*, como o de doação ou recompensa.

aumenta muito a chance de fraudes<sup>190, 191</sup>. Não obstante, apesar da postura mais cautelosa adotada pela CVM, o próprio órgão admite que essas posições podem ser revistas em decorrência do amadurecimento do mercado.<sup>192</sup>

No que se refere ao limite estabelecido para a receita bruta anual da sociedade empresária, foram feitas sugestões para que se utilizasse os mesmos critérios das pequenas e médias empresas listados no art. 16 da Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014<sup>193</sup>, utilizando-se, assim, valores que representem 10% dos contidos naquela lei, ou seja, valor de mercado e receita bruta inferiores a 70 milhões e 50 milhões de reais respectivamente. Outros sugeriram o aumento para o valor de 16 milhões de reais, a fim de refletir a definição de *startups* com a utilizada na Instrução CVM n. 578, de 2016<sup>194</sup>, que substituiu o antigo Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes pelo FIP - Capital Semente, com isso, permitir-se-ia que os FIP Capital Semente participarem de rodadas de investimento de *crowdfunding*, como também se evitaria uma competição pouco saudável entre os mercados de *seed/venture capital* e de *crowdfunding*. Uma outra sugestão foi que, fosse então, anualmente, realizada a atualização monetária objetivando evitar a desatualização dos valores fixados pela CVM.<sup>195</sup>

Do outro lado, a CVM afirma que foi bastante benevolente em conceder um valor acima do esperado, na medida em que representa o dobro do valor atualizado previsto para empresas de pequeno pela Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006<sup>196</sup>, que cria o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. A CVM considera, ainda, que eventual competição pelos melhores emissores entre os fundos de capital semente e o *crowdfunding* de investimento ocorrerá independentemente de uma equiparação no valor de

<sup>190</sup> A Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários – OICV/IOSCO, conforme mencionado no edital, considera a fraude como um dos maiores riscos associados ao *crowdfunding*.

<sup>191</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 10. 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: 28 jun. 2018.

<sup>192</sup> Ibid., p. 11.

<sup>193</sup> BRASIL. Lei Federal nº 13.043, de 13 de nov. de 2014. Dispõe sobre os fundos de índice de renda fixa, sobre a responsabilidade tributária na integralização de cotas de fundos ou clubes de investimento por meio da entrega de ativos financeiros, sobre a tributação das operações de empréstimos de ativos financeiros e sobre a isenção de imposto sobre a renda na alienação de ações de empresas pequenas e médias. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2014/lei/L13043.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/lei/L13043.htm)>. Acesso em: 30 jun. 2018

<sup>194</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2018. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>>. Acesso em: 30 jun. 2018.

<sup>195</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 11-12. 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: 28 jun. 2018.

<sup>196</sup> BRASIL. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/lcp/lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/lcp/lcp123.htm)>. Acesso em: 30 jun. 2018.

receita bruta, o que não retira a possibilidade de complementariedade entre a utilização dessas formas de financiamento. Quanto a possibilidade de incluir as empresas de médio porte, a CVM considerou que “*é certo que emissores maiores e mais estruturados têm condições mais favoráveis de mercado para obter financiamentos bancários e buscar mecanismos tradicionais de financiamento por meio do mercado de capitais*”. Por último, a CVM afirmou que “*não tem a tradição de estabelecer mecanismos de atualização monetária em suas instruções e prefere avaliar primeiro como será o desenvolvimento desse mercado para então proceder a atualizações no patamar de faturamento dos emissores*”.<sup>197</sup>

Ainda em relação ao limite de renda bruta fixado, o §2º do artigo 2º, da Instrução CVM n. 588/2017, estabeleceu que no cômputo do limite deste valor deve ser levado em consideração também a receita bruta anual de eventuais pessoas jurídicas ou fundos de investimento que exerçam o controle comum da sociedade emissora. Antes não era esta a redação da norma, na medida em que a CVM acatou a recomendação feita na audiência pública, de forma que fosse retirada a expressão “sociedades coligadas”. Isso porque, se mantido o sentido de que devesse ser contabilizada a renda bruta anual da sociedade coligada, poder-se-ia interpretar que, até mesmo aquela entidade que possuísse uma quantia ínfima de participação na sociedade emissora, deveria ser incluída no cálculo do limite.<sup>198</sup>

Por fim, a inclusão da possibilidade de as sociedades anônimas participarem no *crowdfunding* de investimento era uma exigência da doutrina, vide os comentários de Cesar Augusto Rodrigues de Carvalho, que chegou a afirmar que as sociedades anônimas seriam o melhor tipo societário para a oferta pública de valores mobiliários, dizendo ainda que a sociedade limitada é uma estrutura “*demasiadamente engessada para os fins perseguidos por uma empresa nascente*”.<sup>199</sup>

Entretanto, discorda-se do autor, na medida em que todas as campanhas em aberto nas plataformas de *crowdfunding* de investimento são de empresas emissoras constituídas sob a forma de sociedades limitadas.<sup>200</sup> Ou seja, para as empresas iniciantes é justamente o oposto,

<sup>197</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 13-16. 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: 28 jun. 2018.

<sup>198</sup> CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. Equity crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 78. ano.20, p. 47-76. São Paulo: Ed. RT. out./dez., 2017. p. 57.

<sup>199</sup> Ibid., p. 56-57.

<sup>200</sup> Consultou-se as seguintes plataformas: Kria, que na data da consulta, em 30/06/2018, constava com cinco campanhas em andamento (ChoppUP Tecnologia; Onyo; Juridoc; Luckro Incentivos para Varejo; e Resale); Eqseed, com duas campanhas em aberto (3Cariocas; e GreenAnt); Urbe.me, com uma campanha em aberto (Porto das Laranjeiras); e StartMeUp, com uma campanha em aberto (ABEEON); sendo que todas essas empresas emissoras eram sociedades limitadas.

pois é difícil se constituírem em sociedades anônimas em razão da alta complexidade de sua gestão e do maior custo de manutenção que esse tipo societário requer. Além do mais, a alternativa que mais beneficia ambas as partes, empresa e investidor, é a emissão de títulos de dívida conversíveis, prática adotada pela maioria das campanhas e que não depende do tipo societário estabelecido. Sendo assim, é mais prudente que a sociedade emissora aguarde um aporte de capital maior para que então transforme seu tipo societário e permita a entrada de novos sócios.

### 3.1.3 – CRITÉRIOS DE PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES

Noutro norte, quanto aos requisitos impostos aos investidores, estes são um quanto simples. Qualquer pessoa física ou jurídica pode investir através das plataformas eletrônicas de *crowdfunding* de investimento, a limitação imposta, portanto, diz respeito basicamente ao montante permitido de investimento. O art. 4º, da instrução em análise, limitou em 10 mil reais o valor do investimento anual para cada investidor, porém, abriu exceções para os investidores líderes<sup>201</sup>, qualificados<sup>202</sup> e para aqueles que cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a 100 mil reais, hipótese na qual o limite anual de investimento mencionado pode ser ampliado para até 10% (dez por cento) do maior destes dois valores por ano-calendário.

Em audiência pública, houve diversas propostas para aumentar a quantia máxima de investimento, como também se sugeriu que esse limite não se desse por ano-calendário, mas sim por empresa investida, tendo em vista que o atual critério dificultaria a diversificação de portfólio, bem como as plataformas não teriam condições de verificar os investimentos realizados em outras plataformas, de forma a medir o limite máximo estabelecido.

No entanto, a CVM não acatou referidas sugestões, reafirmando que, considerando o momento de consolidação desse tipo de ofertas no Brasil, o órgão entende que é importante ter uma postura conservadora.<sup>203</sup>

Um outro aspecto relevante, conquistado pelos personagens desta instrução em razão da audiência pública realizada, foi o acatamento da CVM da sugestão de permitir que, a

---

<sup>201</sup> Pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência de investimento e autorizada a liderar sindicato de investimento participativo.

<sup>202</sup> Pessoa natural ou jurídica com comprovado conhecimento sobre o mercado financeiro suficiente para que não me sejam aplicáveis um conjunto de proteções legais e regulamentares conferidas aos investidores que não sejam qualificados, e que possua investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

<sup>203</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 45-47. 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: 28 jun. 2018.

anterior exigência de apresentação de documentação comprobatória para que fosse permitido o investimento de valores acima do limite anual de 10 dez mil reais (art. 4º, § único, II), fosse substituída por um simples formulário de autodeclararão do investidor.

Essa mudança de entendimento foi essencial para viabilizar o bom funcionamento do *crowdfunding* de investimento, tendo em vista que, se exigida uma análise de uma série de documentações para cada investidor que desejasse investir mais de 10 dez mil reais, “*os custos e complexidades impostos para a criação de uma estrutura de verificação de todo este material para um grande número de investidores pelas plataformas chegaria a inviabilizar o modelo de equity crowdfunding.*” Caso contrário, o resultado dessa exigência poderia ser a formação de um mercado em que só investidores qualificados ou investidores, que só realizam baixo investimento, participassem.<sup>204</sup>

Por outro lado, talvez esse tenha sido o verdadeiro “pulo do gato” dos interessados nessa modalidade de financiamento coletivo participativo, a fim de contornar o baixo valor de 10 dez mil reais fixados pela CVM para o investidor médio. Ora, é notório que, no Brasil, as pessoas não costumam se importar assinarem auto declarações falsas, ainda mais quando a verificação dessas declarações será, muito provavelmente, inexistente. Sendo assim, fica fácil agora para aqueles, que não se enquadrem nas exceções acima mencionadas, que também façam investimentos superiores a 10 mil reais, mediante a simples assinatura eletrônica de um formulário. De fato, triste, mas se trata da realidade brasileira, onde a boa-fé ainda é questionada nas relações contratuais, somado ainda ao parco mecanismo de análise de fiscalização e *compliance*.

### 3.1.4 – A FORMAÇÃO DE SINDICATOS DE INVESTIMENTO PARTICIPATIVO

Conforme artigo 32, da Instrução CVM n. 588/2017, é permitido às plataformas admitirem no seu ambiente eletrônico o agrupamento de investidores apoiadores de um investidor líder<sup>205</sup> em um sindicato de investimento participativo para fins de participação em ofertas públicas. Nesse modelo, as pessoas interessadas em investir podem ingressar em um

<sup>204</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 49-52. 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: 28 jun. 2018.

<sup>205</sup> O investidor líder não pode deter, anteriormente à oferta, seja por meio de participação direta ou de valores mobiliários conversíveis, participação superior a 20% (vinte por cento) do capital social da sociedade empresária de pequeno porte objeto da oferta pública, como também realizar investimento de recursos próprios na sociedade empresária de pequeno porte de pelo menos 5% (cinco por cento) do valor alvo mínimo de captação na oferta pública e nos mesmos termos dos demais investidores apoiadores do sindicato. Cf. artigo 36 da Instrução CVM n. 588/2017.

sindicato - que não se trata de uma sociedade empresária - para seguirem um investidor líder, que é pessoa experiente no mercado de investimentos. A ideia desta figura é mitigar a assimetria de informações que os investidores médios possuem. Ademais, também foi autorizada a constituição de veículo de investimento (“veículo”) para o sindicato de investimento participativo, o qual deve ficar restrito à participação em uma única campanha, criando-se, nesse caso, uma espécie de Sociedade de Propósitos Específicos (SPE) para tanto, conforme artigo 33 da instrução.

O investidor líder, pelo seu trabalho de orientação e liderança no direcionamento dos investimentos, bem como de interlocutor entre a sociedade empresária de pequeno porte e o sindicato de investimento participativo, faz jus ao recebimento de uma taxa de performance (desempenho)<sup>206</sup>, a qual é cobrada de cada investidor em caso de sucesso da sociedade empreendedora, conforme §4º do artigo 35, da instrução em comento.

Constatou-se em uma campanha da plataforma Kria (projeto “Resale”), a qual adotou este modelo de criação de um sindicato, que, se o investidor quiser investir nessa empresa, ele é obrigado a também se vincular ao sindicato criado.<sup>207</sup>

Todavia, ainda que os investidores estejam vinculados a um sindicato, seus principais direitos, isoladamente, permanecem os mesmos, conforme §6º do artigo 2º da instrução em comento, bem como a presença nesse sindicato não pode oferecer riscos adicionais aos que estes incorreriam quando investindo individualmente na mesma oferta (inciso II, do artigo 33).

No geral, durante a audiência pública, formou-se muitas divergências sobre o assunto, visto que parte não se mostrava contente com a criação da figura dos sindicatos de investimento, e parte, como a plataforma EqSeed, consideraram importante a regulamentação deste mecanismo mas que não tinham qualquer interesse em utilizá-lo.<sup>208</sup> A ANBINA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), mostrou-se contra, isso porque, a associação acredita que os sindicatos possuem características muito semelhantes àquelas estabelecidas aos fundos de investimento e aos gestores, respectivamente, sendo que haveria uma assimetria de tratamento entre esses dois grupos na medida em que os gestores e fundos de investimento devem ser registrados perante a CVM e

<sup>206</sup> Essa taxa, segundo a AngelList, pode alavancar em até 5 vezes o ganho que o investidor anjo teria se tivesse investido individualmente na startup. Cf. AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. **Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding?** MIT Sloan Research Paper No. 5126-15, [s. L.], v. 58, n. 2, p.111-124, fev. 2015.

<sup>207</sup> KRIA. **Resale**. Disponível em: <<https://www.kria.vc/empresas/resale>>. Acesso em: 29 jun. 2018.

<sup>208</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 133. 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: 28 jun. 2018.

obedecer a uma robusta regulamentação, com requisitos variados de transparência, mitigação de risco e garantia da adequada diligência, enquanto os sindicatos e seus líderes, não.<sup>209</sup>

Entretanto, para a CVM, a figura do sindicato é importante, uma vez que permite que investidores de varejo se aproveitem da experiência do investidor líder, que, em função de sua expertise em investimentos dessa natureza e do acesso às pessoas por trás dos empreendimentos, se encontra em posição mais apta para avaliar as sociedades empresárias de pequeno porte, reduzindo a assimetria de informações entre os investidores e os emissores.<sup>210</sup>

Ademais, a CVM considera que os sindicatos, em especial os veículos, não se confundem com os fundos de investimento, ainda mais quando na opção de constituição de um veículo, este está adstrito à participação em uma única oferta, afastando-se da característica primordial de um fundo de investimento que é diversificar os recursos dos quotistas por meio do investimento em vários empreendimentos.<sup>211</sup>

Por outro lado, a CVM acatou a recomendação de tornar mais simples os sindicatos de investimento, na medida em que, na minuta anterior, o modelo mostrava-se rígido e complexo, de forma que as regras eram inflexíveis. Soma-se ao argumento de que, mesmo com tamanha rigidez, o modelo proposto não diminuía os riscos aos quais os investidores estariam submetidos e nem facilitaria o crescimento do mercado de *equity crowdfunding*. A minuta anterior ainda previa a necessidade de criação de uma SPE pelo sindicato (que agora é opcional através da criação do “veículo”), o que foi duramente criticado, pois “*o sindicato deve ser entendido como um grupo de investidores interessado em investir em empreendedores de pequeno porte, minimizando riscos e aumentando chances de retorno – e não como um grupo cuja relação entre os investidores (aqui incluído o investidor líder) possui caráter societário ou affectio societatis*”. Na visão da CVM, de fato as normas mostravam-se complexas, razão pela qual optou-se pela sua reformulação.<sup>212</sup>

---

<sup>209</sup> Ibid., p. 132..

<sup>210</sup> Ibid., p. 133-134.

<sup>211</sup> Ibid., p. 133.

<sup>212</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 135-137. 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: 28 jun. 2018.

### 3.1.5 – CRITÉRIOS E DEVERES DA PLATAFORMA ELETRÔNICA

De acordo com o artigo 12 da Instrução CVM n. 588/2017, a intermediação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, dispensadas de registro, é atividade privativa de plataforma eletrônica de investimento participativo devidamente registradas na CVM.

Em seguida, no artigo 13, são elencados os requisitos para fins de obtenção e manutenção de registro junto a CVM, a fim de se obter autorização para funcionar como plataforma eletrônica de investimento participativo, dentre os principais: (i) o requerente deve ser pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil, e registrada no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ; (ii) dispor de capital social integralizado mínimo de 100 mil reais; (iii) dispor de procedimentos e sistemas de tecnologia da informação adequados e passíveis de verificação para operacionalizar o *crowdfunding* e controlar a troca de informações; (iv) elaborar um código de conduta aplicável a seus sócios, administradores e funcionários; e (v) os administradores devem ser domiciliados no Brasil e, junto com os sócios, devem ter reputação ilibada.

Esses são apenas os requisitos para que a plataforma eletrônica seja habilitada perante a CVM e, assim, esteja autorizada a funcionar. Entretanto, esses requisitos não são a maior preocupação dessas intermediadoras. A dificuldade que as plataformas têm pela frente é atender a série de exigências no que diz respeito a operacionalidade da intermediação como, por exemplo, a triagem das empresas participantes, o complexo dever de *due diligence*, cumprir com a padronização de certos procedimentos, proceder à fiscalização do cumprimento dos deveres dos demais personagens da oferta, enfim, são uma série de obrigações que podem tornar essa função bastante árdua.

Toda essa burocracia e precaução, dá-se pelo caráter protecionista da Instrução CVM n. 588/2017. Para permitir a abertura do mercado de capitais, a CVM se preocupou bastante em tentar resolver o problema de assimetria de informações que existe contra os investidores de varejos. Isso é evidenciado porque a maior parte dos dispositivos é direcionada a garantir a transparência e acesso total às informações necessárias para a tomada de decisão, como também, para que fraudes sejam evitadas. Ademais, a responsabilidade pela distribuição de valores mobiliários, sem qualquer apreciação prévia por parte das áreas técnicas da CVM para explorar o resgate das poupanças pública, é assunto sério.

Dessa forma, a ideia da CVM foi transformar as plataformas em verdadeiros *gatekeepers* da segurança deste mercado, com o intuito de assegurar que os comandos da

instrução estejam sendo seguidos de maneira adequada, bem como para que sejam envidados os melhores esforços para garantir que as informações prestadas pelo emissor são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes.<sup>213</sup>

Nessa senda, a Instrução CVM n. 588/2017 dispõe, dentre outros, os seguintes deveres para as plataformas eletrônicas: (i) na hipótese de sucesso da oferta, a plataforma deve divulgar o seu encerramento em sua página na rede mundial de computadores, sem restrições de acesso – inciso IV, do art. 5º; (ii) em até 5 dias úteis após a data do encerramento da oferta, a plataforma deve tomar as providências necessárias para que seja realizada a transferência do montante arrecado, se bem sucedida a campanha, deve transferir para empresa emissora, se não atingido o valor alvo mínimo, o montante deve retornar aos investidores – inciso V, do art. 5º; (iii) destinar uma página na rede mundial de computadores, em língua portuguesa, com informações mínimas sobre a oferta em uma seção denominada “informações essenciais sobre a oferta pública”, escrita em linguagem clara, objetiva, serena, moderada e adequada ao tipo de investidor a que a oferta se destina – artigo 8º; e (iv) apresentar os documentos jurídicos relativos à oferta numa seção da página da oferta na rede mundial de computadores denominada “pacote de documentos jurídicos”, incluindo o contrato ou estatuto social da empresa, o contrato de investimento, entre outros - §2º, do artigo 8º.

Esses deveres acima são obrigações de fim da plataforma, ou seja, tem-se que garantir o cumprimento destas condições dispostas na norma, sob pena de sofrer sanções da CVM como, por exemplo, a perda ou suspensão do registro. Todavia, existem também uma série de deveres que se constituem em obrigações de meio, ou seja, de *best-efforts*, que estão previstas, majoritariamente, no artigo 19 da instrução. Esses deveres estão relacionados com a função de gestão, controle e fiscalização da plataforma e, portanto, dizem respeito à garantia de *compliance* e veracidade das informações e documentos fornecidos pelos investidores e empresas emissoras. O objetivo é assegurar que estes atores cumprem os requisitos para participarem do *crowdfunding* de investimento, como também para que os investidores recebam a quantidade necessária de informações verídicas acerca do negócio e dos riscos de investimento. Nesse sentido, assim manifestou-se a CVM na audiência pública realizada:

Nesse contexto, a CVM entende que o exercício do papel de gatekeeper consiste em envidar seus melhores esforços para assegurar que as informações prestadas pelo emissor são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes. É importante destacar que a obrigação prevista na norma trata-se

---

<sup>213</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 57-58. 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: 28 jun. 2018

de uma obrigação de meio e não de fim (em que ela responderia, de fato, pela veracidade, consistência, correção e suficiência). Portanto, o que se espera da plataforma, é que ela atue, diligentemente para verificar as informações quanto aos aspectos mencionados.<sup>214</sup>

Vê-se, deste modo, que as plataformas devem agir diligentemente para assegurarem que os documentos e informações exigidos pela instrução sejam de fato fornecidos, bem como empreguem os esforços possíveis para garantir a veracidade dessas informações. Não obstante, decorre dessa regra que, se a plataforma envidou todos os esforços para garantir a lisura do processo, não há que se falar da sua responsabilização por prejuízos decorrentes dessas fraudes.

E é por esta razão que a plataforma, ao desempenhar esses serviços, faz jus ao pagamento de algumas remunerações, que podem ou não ser cobradas pelas plataformas, dentre elas: (i) tarifa de serviço, paga e rateada entre os investidores em caso de sucesso na captação de recursos para uma campanha; (ii) tarifa de sucesso, geralmente de 5% líquidos de impostos e inflação sobre o lucro realizado pelo investidor - apenas se houver tal lucro num período menor que 10 anos - em razão da venda do seu título ou suas ações de emissão da emissora para terceiros; e (iii) tarifa de serviço paga pelo emissor para a plataforma, a fim de custear a estruturação da oferta.<sup>215</sup>

Na minuta da instrução, a CVM havia vedado a cobrança da tarifa de sucesso por parte da plataforma, pois essa remuneração não se coadunaria com a atividade exercida de distribuidor de ofertas públicas. Entretanto, a pressão foi grande. Sob o argumento de que a taxa de desempenho é uma taxa diferida e condicional, que remunera o trabalho de procura, triagem e avaliação de emissores feito pela plataforma antes do início da captação, como também no fato de que sua existência é fundamental para que a operação de uma plataforma de *investment-based crowdfunding* não se torne comercialmente inviável, os participantes da audiência pública conseguiram convencer a CVM a retirar a vedação, que hoje é prevista no §4º do artigo 35 da instrução.<sup>216</sup>

---

<sup>214</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 105-106. 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: 28 jun. 2018.

<sup>215</sup> KRIA. **Termos de uso**. Disponível em: <<https://www.kria.vc/termos-de-uso>>. Acesso em: 29 jun. 2018.

<sup>216</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 125-127. 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: 28 jun. 2018.

### 3.2 INSTRUMENTOS JURÍDICOS REPRESENTATIVOS DE VALORES MOBILIÁRIOS

Como visto, são os instrumentos jurídicos (contratos) utilizados para perfectibilizar a relação jurídica entre investidor, plataforma e empresa investida, que vão, justamente, dar origem aos valores mobiliários ofertados, bem como irão delimitar as obrigações e direitos que estarão contidos nestes títulos.

Nessa conjuntura, o contrato de investimento pode ser um valor mobiliário em si mesmo, se preenchidos os requisitos explorados no capítulo anterior, como também podem incluir a promessa de emissão de outros valores mobiliários como, por exemplo, as ações ou debentures, que só são geradas, de fato, com a respectiva alteração do estatuto social, no caso das ações, ou a escritura de emissão, no caso das debêntures.<sup>217</sup>

Na teoria, as plataformas de *crowdfunding* podem intermediar a oferta pública de quaisquer tipos de valores mobiliários, tendo em vista que não há qualquer vedação legal a este respeito. Na prática, não é isto que ocorre. Normalmente, as plataformas não dão liberdade para as empresas escolherem o tipo de valor mobiliário que será ofertado, preferindo-se trabalhar com um modelo já pré-determinado, que possibilite apenas pequenas variações entre cada campanha.

Este comportamento também é majoritariamente adotado pelas plataformas europeias e norte americanas, e tem o intuito de ajudar as *startups* a superarem um dos maiores problemas do investimento em *crowdfunding*: como as empresas iniciantes podem gerenciar com eficiência relacionamentos de longo prazo com inúmeros pequenos investidores?<sup>218</sup>

Dois dos modelos contratuais mais utilizados e recomendados dos EUA são os famosos SAFE (*simple agreement for future equity*) e KISS (*keep it simple, stupid*)<sup>219</sup>, que na visão do professor americano Jack Wroldsen:

Eles fornecem aos investidores uma série de proteções ao investir em empresas que oferecem alto potencial de crescimento. O investimento em startups é inerentemente arriscado e imprevisível, evidentemente, mas os contratos SAFE e KISS adotam a atual estrutura capitalista de risco no ambiente de crowdfunding para fornecer aos investidores proteções contratuais razoáveis e apropriadas para empresas de alto crescimento no contexto de crowdfunding.<sup>220</sup> (tradução livre)

<sup>217</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora FGV, v.1. t.1, 2015. p. 37.

<sup>218</sup> WROLDSEN, Jack. Crowdfunding Investment Contracts. **11 Virginia Law & Business Review**, [s. L.], p.1-75, 2017. p. 60.

<sup>219</sup> Ibid., p. 64.

<sup>220</sup> Ibid., p. 52.

Os contratos SAFE e KISS se enquadram na categoria de *future equity security*, podendo, em geral, ser enquadrados como contratos de investimento. Nesse sentido, o elo de ligação entre esses dois tipos de instrumentos jurídicos é o fato de que ambos visam adiar a outorga dos direitos de participação acionária dos investidores até que a *startup*, em sua fase inicial, cresça ou atraia outros investimentos.<sup>221</sup>

As condições contratuais do SAFE variam. No entanto, seu mecanismo básico de funcionamento reside na ideia de que o investidor deve aportar um determinado valor na assinatura do contrato e, em contrapartida, receba participação acionária na empresa em uma data futura, a ser determinada pelos casos de eventos de liquidez previamente acordados. Os eventos de liquidez geralmente se consubstanciam na entrada de capital através de novas rodadas de investimento ou, então, pela venda do controle acionário da empresa. Ao contrário de uma compra direta de ações, as ações futuras não são avaliadas no momento em que o SAFE é assinado. Em vez disso, os investidores e a empresa negociam o mecanismo pelo qual as ações futuras serão emitidas e adiam a avaliação real. Essas condições geralmente envolvem um limite de avaliação da empresa (*valuation cap*) e/ou um desconto para compra das ações no momento da conversão. Não menos importante, ao contrário de uma nota conversível (*convertible notes*), o contrato SAFE não envolve obrigações de empréstimo e, portanto, não há qualquer remuneração, como juros, e nenhuma data de vencimento ou *maturity date* estipulados no contrato.<sup>222</sup>

Por outro lado, o contrato KISS funciona como uma dívida conversível ou nota conversível, podendo assumir duas formas principais: *KISS debt version* e *KISS equity version*. Na versão *debt*, há a remuneração do empréstimo através do pagamento de juros, como também a existência de um *maturity date*, na qual o investidor pode requerer a devolução do valor investido, a extensão deste prazo ou a conversão do título em participação acionária, podendo o título também converter-se automaticamente em ações quando a empresa conseguir captar uma quantia predeterminada em rodadas de investimento posteriores. Já na versão *equity* não há o pagamento de juros, mas existe a opção de resgate do investimento multiplicado por um valor previamente acordado.<sup>223</sup>

O Prof. Jack Wroldsen discorre sobre as duas facetas acerca da possibilidade de conversão automática e do *maturity date* existentes no modelo KISS e ausentes no modelo

---

<sup>221</sup> Ibid., p. 46.

<sup>222</sup> Ibid., p. 46-47.

<sup>223</sup> Cf. RUBICON. **What are the key differences between the Y Combinator SAFE and 500 Startups KISS?** Disponível em: <<http://www.rubiconlaw.com/what-are-all-the-key-differences-between-the-y-combinator-safe-and-500-startups-kiss/>>. Acesso em: 24 jun. 2018.

SAFE. De um lado, no sistema SAFE, o investidor pode passar a vida toda sem ter qualquer retorno do seu investimento, já que seu direito de conversão em participação acionária depende de um evento de liquidez, o qual pode nunca ocorrer, e não somente por desídia dos administradores, mas também pelo fato da empresa investida estar estável financeiramente com o atual arranjo de capital investido. Por outro lado, no sistema KISS, os investidores também incorrem em riscos mesmo com o direito de conversão definido, já que por se tratarem, geralmente, de investidores com participação minoritária, ficam à mercê da gestão dos controladores, que podem igualmente conduzir os negócios de forma a não buscar novos investimentos e, assim, a participação tornar-se pouco ou nada lucrativa. Neste diapasão, concluiu o Prof. Jack Wroldsen sobre a diferença final:

A diferença, portanto, é que os investidores, através do KISS, terão se tornado acionistas e, pelo menos, terão os direitos conferido aos acionistas minoritários. Noutro norte, considerando que os investidores SAFE continuariam a deter apenas direitos contratuais (não acionários), assim esses investidores teriam ainda menos capacidade de fazer valer quaisquer direitos legais significativos para conseguirem a obtenção de liquidez do seu investimento.<sup>224</sup> (tradução livre)

Visto brevemente os modelos contratuais mais inovadores e mais utilizados no estrangeiro, passa-se agora a uma análise dos tipos de contratos empregados no Brasil pelas plataformas de *crowdfunding* de investimento.

Em 2016, foi criada pela FGV e colaboradores especialistas no mercado de capitais, uma cartilha de orientações voltada à instrução dos interessados em trabalhar com o *crowdfunding* de investimento. Nessa oportunidade, realizou-se estudo destacando alguns tipos de valores mobiliários que haviam sido utilizados em rodadas de investimento à época. Assim, destacou-se a figura de cinco tipos diferentes de valores mobiliários: a) notas conversíveis; b) opções de compra de participação; c) contrato de investimento coletivo; d) títulos conversíveis em participação; e) ações.<sup>225</sup>

Nessa esteira, adota-se as definições desses títulos trazidas por André Pacheco Teixeira Mendes e Carlos Augusto Junqueira, começando pelas notas conversíveis:

Notas conversíveis são valores mobiliários quando ofertados publicamente e podem ser emitidos por qualquer tipo de sociedade. Os investidores emprestam uma quantia em dinheiro para o emissor com a opção de poder, no futuro, converter o saldo devedor em participação na sociedade emissora.

<sup>224</sup> WROLDSEN, Jack. Crowdfunding Investment Contracts. **11 Virginia Law & Business Review**, [s. L.], p.1-75, 2017. p. 48.

<sup>225</sup> MENDES, André Pacheco Teixeira; JUNQUEIRA, Carlos Augusto. **Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores. Equity crowdfunding no Brasil hoje**. FGV DIREITO RIO - Cadernos FGV Direito Rio - Série Clínicas, 2016. p. 39-43.

[...] as notas conversíveis possibilitam que o investidor passe de credor a sócio da sociedade emissora com base em determinado critério de conversão conhecido previamente. Caso o investidor opte por não converter a dívida em participação societária, a emissora deverá devolver o valor emprestado, acrescido de juros, quando previsto contratualmente.<sup>226</sup>

As opções de compra de participação adotam o seguinte sentido:

Opções de compra são títulos negociáveis que conferem ao seu titular o direito de comprar um determinado ativo em condições preestabelecidas no contrato de opção, tais como: preço e período de tempo ou data predeterminada para o exercício da opção. O titular — ou comprador — é o investidor que comprou a opção de compra no mercado e, com isso, adquiriu o direito, mas não a obrigação, de comprar o ativo-objeto do contrato de opção por preço fixo em data acordada entre as partes. Para obter esse direito de compra, o titular paga ao lançador — ou vendedor — um valor chamado de prêmio.<sup>227</sup>

Sobre os contratos de investimento coletivo, que foram anteriormente abordados como sendo uma inovação no conceito de valor mobiliário, os especialistas trouxeram a definição em seu sentido *strictu sensu*:

O contrato de investimento coletivo, enquanto valor mobiliário, pode ser entendido como o instrumento utilizado para captação pública de recursos para aplicação em determinado empreendimento. Esse pode ser implantado e gerenciado exclusivamente pelo seu proponente, com a promessa de distribuir entre os investidores os lucros do empreendimento.<sup>228</sup>

Já os títulos conversíveis em participação, importantes na atualidade, são assim definidos:

Ao realizar um investimento em uma sociedade emissora, o investidor pode receber em contrapartida pelo seu investimento, no lugar de uma ação ou quota um título conversível ou permutável em participação, além das notas conversíveis. Chamam-se esses títulos de híbridos. Trata-se de um título que confere ao investidor um direito de crédito por determinado prazo contra a sociedade emissora que, mediante verificação de eventos definidos nos documentos da operação, é convertido ou permutado por ações ou quotas da sociedade emissora.<sup>229</sup>

Por último, as ações:

Ação é uma parcela do capital social das companhias ou sociedades por ações. É, assim, um título patrimonial e, como tal, concede aos seus titulares,

---

<sup>226</sup> Ibid., p. 40-41.

<sup>227</sup> Ibid., p. 41.

<sup>228</sup> Ibid., p. 41

<sup>229</sup> MENDES, André Pacheco Teixeira; JUNQUEIRA, Carlos Augusto. **Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores. Equity crowdfunding no Brasil hoje**. FGV DIREITO RIO - Cadernos FGV Direito Rio - Série Clínicas, 2016. p. 41.

os acionistas, todos os direitos e deveres de um sócio de sociedade anônima, na proporção das ações possuídas.<sup>230</sup>

Dentro deste espectro, resolveu-se verificar, em cada uma das quatro plataformas que lidam com o *crowdfunding* de investimento no país, quais instrumentos jurídicos estão de fato sendo utilizados na prática e, por conseguinte, qual tipo de valor mobiliário é negociado. Sendo assim, a seguir, far-se-á uma análise das principais cláusulas do instrumento jurídico adotado pela plataforma de *crowdfunding* de investimento Kria, bem como far-se-á breves comentários sobre os instrumentos utilizados pelas plataformas StartMeUp, Urbe.me e Eqseed. Ressalta-se que não se pôde verificar o procedimento adotado pelas plataformas Glebba e MyFirstIPO, já que, em junho de 2018, ainda não haviam começado a operar, em que pese já estarem registradas junto à CVM.<sup>231</sup>

### 3.2.1 ANÁLISE DO CONTRATO UTILIZADO PELA PLATAFORMA KRIA

O modelo contratual desta plataforma foi de fácil obtenção: basta a pessoa se registrar, entrar no sistema, e procurar por uma campanha na página eletrônica<sup>232</sup>. Toda oferta nesta plataforma proporciona o acesso ao modelo do contrato que seria assinado caso a pessoa decidisse investir, conforme determinação da norma já comentada. Isso certamente causa uma boa impressão, já que o investidor não precisa realizar muitos esforços para obter informações importantes acerca da oferta. Aliás, as informações da campanha são muito claras e objetivas, sendo que o investidor tem acesso didático a todas informações necessárias e, se ainda tiver dúvidas, há um fórum de discussão no próprio perfil da campanha, onde se pode entrar em contato diretamente com os empreendedores. A criação deste fórum de discussão foi uma imposição da CVM, que ainda proibiu as plataformas a excluírem quaisquer comentários dos investidores, a não ser que essas mensagens sejam de ódio, de cunho discriminatório, ilegal, imoral ou em linguagem ofensiva e inadequada, conforme artigo 29 da Instrução CVM n. 588/2017.

Nessa esteira, em todo perfil das campanhas, pode-se encontrar um *link* que dá a opção de acesso às “*informações essenciais sobre oferta pública*”, onde estão resumidas e destacadas as principais condições do contrato, informações sobre a empresa investida, o

<sup>230</sup> Ibid., p. 42.

<sup>231</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Plataformas eletrônicas de investimento participativo (crowdfunding)**. Disponível em:

<[http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas\\_de\\_crowdfunding/Plataformas-de-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding-.html](http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Plataformas-de-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding-.html)>. Acesso em: 24 jun. 2018.

<sup>232</sup> KRIA. **Empresas captando**. Disponível em: <<https://www.kria.vc/organizacaoes/captando>>. Acesso em: 29 jun. 2018.

plano de negócios, os direitos e deveres do investidor, os riscos envolvidos e, se aplicável, as informações sobre os sindicatos; como também há um link de acesso ao “*pacote de documentos jurídicos*”, onde se encontra as demonstrações contábeis da empresa investida, o protocolo da oferta na CVM, o modelo do contrato, contrato social da empresa investida, projeções de faturamento, e outros documentos que a empresa investida julgar interessante disponibilizar para os investidores.

Como visto no tópico anterior, não se trata de um diferencial desta plataforma, mas sim uma imposição da CVM para que as informações sejam as mais claras e transparentes possíveis.

Pois bem. O modelo contratual utilizado pela Kria tem como titulação, simplesmente, “contrato de investimento”, o qual é acompanhado de um anexo chamado de “modelo de termo de adesão”, referido termo, a priori, não teria razão de existir, mas se trata também de uma exigência da CVM, prevista no inciso I, do art. 5º da instrução, que tem o intuito de garantir que o investidor esteja ciente de todas as condições e riscos da oferta, de forma a tornar sua manifestação vinculante.<sup>233</sup>

De todo modo, registra-se que se trata de um contrato longo e se apresenta bastante complexo, ao passo que, em um único instrumento, existem diversos tipos de obrigações e condições com naturezas jurídicas distintas. Por esta razão, pode-se afirmar que a CVM acertou ao exigir que fosse elaborado o modelo de termo de adesão pelas plataformas, pois lá são sintetizadas de forma simplificada e didática as disposições mais relevantes do negócio jurídico.

Assim, o próprio contrato prevê que só terá eficácia se assinado o termo de adesão, ou seja, somente a assinatura do contrato de investimento não gera efeitos para o investidor, devendo este aderir ao contrato através da assinatura do termo de adesão.

Desta feita, analisando o instrumento jurídico mais a fundo, está-se diante de um contrato que visa estabelecer os regramentos e condições para compra de “títulos de dívida conversíveis” da empresa investida, a qual irá emitir “títulos de dívida” representativos da totalidade do valor arrecadado após o encerramento exitoso da campanha. Essa promessa de emissão dos títulos também é originada de um outro contrato celebrado entre a plataforma e a empresa investida (“Contrato de Prestação de Serviços e Outras Avenças”), que é pactuado antes do início da rodada de investimentos, conforme se infere dos considerandos do contrato

---

<sup>233</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**. Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 26-31. 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: 28 jun. 2018.

de investimento. Neste contexto, o contrato tem como objeto “*estabelecer os termos e condições nos quais os investidores realizarão o investimento na sociedade investida no âmbito da oferta*”.

No contrato de investimento, também é prevista a outorga de amplos poderes de mandato do investidor para a plataforma, a fim de que esta cuide de todo o processo de transferência do investimento para empresa investida; de eventual necessidade de assinatura do livro de registro de transferência de ações nominativas e de boletins de subscrição de ações de emissão da sociedade investida; de aditamentos contratuais pertinentes; e de acompanhamento de eventual reestruturação societária. Essa previsão é essencial para dinamizar a relação entre a empresa investida e seus investidores, como também para mitigar qualquer problema relacionado à distância espacial entre as partes, que poderia ser um entrave na hora de se escolher em qual empresa investir.

Não estão de fora do contrato as características da oferta como, por exemplo, a delimitação do valor alvo máximo de captação; do valor alvo mínimo (que parece sempre ser permitido pelas plataformas já que a CVM autorizou o levantamento da quantia arrecadada se esta superar  $\frac{2}{3}$  do valor alvo máximo, adotando-se, de certa forma, o modelo KIA); prazo de arrecadação; e a destinação do valor arrecado, que deve, como visto, ser sempre voltada para o fomento da atividade fim da empresa, e nunca para organizar fusões, aquisições, investimentos externos, etc.

Em seguida, são definidas as características dos títulos de dívida que serão emitidos pela empresa investida após a conclusão da oferta. Nesse sentido, já é determinado no contrato o valor nominal de cada título, geralmente de 500 reais, tendo em vista que este é o valor mínimo de investimento aceitado pela plataforma Kria; quantos títulos a sociedade tem o interesse de emitir, que corresponderá ao número necessário para alcançar o montante arrecadado; o dever de subscrição e integralização desses títulos pelos investidores à proporção de seus investimentos; a data de emissão, que corresponde, para todos os fins, a data que se encerrar a oferta; e, por fim, a data de vencimento do título de dívida, sendo que seu prazo, na maioria das vezes, é de 05 anos a contar da data de emissão.<sup>234</sup>

Após o vencimento, fica convencionado que “*a sociedade investida a obriga-se a proceder ao pagamento integral dos títulos de dívida pelo seu valor nominal unitário, acrescido da remuneração, dos eventuais encargos moratórios e demais valores devidos pela sociedade investida nos termos deste contrato*”. Entretanto, essa disposição não se aplica se o

---

<sup>234</sup> KRIA. **O que é o Título de Dívida Conversível?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000730891-O-que-é-o-Título-de-Dívida-Conversível->>. Acesso em: 29 jun. 2018.

investidor optar pelo seu direito de converter o título em ações, conforme arranjo predeterminado.

Quanto a remuneração e a correção monetária dos títulos, essa parece ser *pro forma*. Isso porque, não há correção monetária do título durante os 05 anos, e os juros são, usualmente, de apenas 3% ao ano, na base de 252 (duzentos e cinquenta e dois) dias úteis, calculados de forma exponencial e cumulativa *pro rata temporis*. Ou seja, percebe-se que para o investidor não é interessante que, ao final dos 05 anos, ele tenha que optar pelo pagamento do título, afinal, essa taxa de remuneração é até menor que a praticada pela poupança (atualmente de 0,3715% a.m)<sup>235</sup>! Portanto, o investidor só vai optar por esta opção se realmente estiver precisando do dinheiro ou, então, estar desacreditado com o futuro da empresa investida, caso contrário, é preferível optar pela conversão do título em participação acionária e esperar que ocorra algum evento de liquidez da empresa.

Importante destacar que o contrato não prevê qualquer forma de garantia real ou fidejussória, o que enaltece o alto risco envolvido nesta modalidade de investimento, já que a empresa investida pode, a qualquer momento, ir à estágio de insolvência se o mercado não comprar sua ideia, ficando o investidor de mãos atadas.

Noutro norte, referidos títulos de dívida serão representados por “notas de negociação”, que serão emitidas pela própria plataforma e deverá ser reconhecida pela empresa investida como sendo um documento hábil a comprovar a existência do título de dívida, e conterà, basicamente, as seguintes informações: (i) nome do investidor; (ii) nome da sociedade investida; (iii) data do encerramento da Oferta; (iv) o valor total investido na sociedade investida no âmbito da oferta pelo investidor e (v) a quantidade de títulos de dívida detida pelo investidor.

Ainda no capítulo de disposição das características do “título de dívida”, fica assegurado ao investidor o direito de preferência de subscrever e integralizar novos valores mobiliários emitidos em casos de novas rodadas de investimento, nas condições propostas e proporcionalmente à participação virtualmente detida no capital social da sociedade investida, considerando a conversão dos títulos de dívida. Ademais, os investidores também terão direito de preferência na hipótese de qualquer evento de aumento de capital da sociedade investida, mas neste caso, deverá, desde já, optar pela conversão dos seus títulos de dívida para poder subscrever e integralizar ações da sociedade investida no âmbito do referido aumento de capital, igualmente à proporção de sua participação convertida.

---

<sup>235</sup> Cf. Banco Central do Brasil. **Remuneração dos Depósitos de Poupança**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/poupanca/poupanca.asp>>. Acesso em: 24 jun. 2018.

Interessante mencionar que todas essas comunicações de intenções, tanto da empresa, quanto do investidor, são feitas por meio da plataforma eletrônica, o que demonstra que o seu papel não fica restrito somente ao período da oferta, mas igualmente a toda duração da relação contratual das partes, fazendo jus ao escopo do mandato que lhe é outorgado e à taxa de sucesso.

O próximo capítulo do contrato trata da principal característica atribuída ao título de dívida: a possibilidade de conversão em ações. Entende-se que, não fosse essa característica, este título de dívida sequer poderia ser considerado um valor mobiliário, na medida em que sua remuneração não acompanha nem mesmo a inflação, não podendo, portanto, ser qualificado como um objeto de um investimento em que se visa auferir lucro, pois, em essência, seria um empréstimo sem direito à qualquer remuneração.

Dentro desta perspectiva, o contrato traz uma série de “hipóteses de conversão automática” que, se presentes, ensejarão na conversão automática do título de dívida em ações, normalmente, preferenciais sem direito a voto, nominativas e sem valor nominal, de emissão da sociedade investida. Na prática, esses eventos são comumente os mesmos nos diferentes tipos de contratos, e se dão: (i) antes da data de vencimento, e exceto pelas alienações permitidas, caso os sócios controladores da sociedade investida recebam uma oferta vinculante para a aquisição do controle societário e aceitam tal proposta, ou quando a sociedade investida decida exercer o direito de *drag along*<sup>236</sup>, ou quando o próprio investidor decida exercer o direito de *tag along*<sup>237</sup>; (ii) antes da data de vencimento, em caso de oferta pública inicial de ações da sociedade investida (“IPO”); (iii) antes da data de vencimento, caso a sociedade investida receba um novo aporte de investimento superior a uma determinada quantia pré-estabelecida (geralmente acima dos 3 milhões de reais); e (iv) antes da data do vencimento, no caso de reestruturação societária da empresa.

Há também a previsão das “hipóteses facultativas de conversão”, que podem ocorrer a exclusivo critério do investidor nas seguintes situações: (i) na data do vencimento do título de dívida; (ii) nos casos de vencimento antecipado do título (costumeiramente se dão quando ocorre algum descumprimento contratual por parte da investida; em casos de fusões, aquisições, cisões, incorporações; ou alteração do controle da sociedade investida que não aquela resultante de IPO, e sem a autorização dos investidores); (iii) antes da data de

---

<sup>236</sup> *Drag along* é uma cláusula que determina que os acionistas minoritários de uma empresa têm a obrigação de vender suas ações caso o acionista majoritário decida vender sua participação e o novo investidor não queira ter a empresa com parte das ações diluída entre vários sócios minoritários

<sup>237</sup> *Tag along* significa a opção de vender a participação na empresa caso o controlador receba uma oferta de compra pelo controle da mesma, nos mesmos termos do controlador, ou seja, funciona como uma cláusula de segurança do acionista minoritário.

vencimento, e exceto pelas alienações permitidas (aquelas já previamente previstas em acordos passados da empresa, bem como em situações de reserva de participação para fins específicos), na hipótese de alteração do controle da sociedade investida sem que os sócios controladores da sociedade investida exerçam o direito de *drag along* e o investidor exerça o direito de *tag along*; e (iv) antes da data de vencimento, na hipótese de a sociedade investida e/ou seus sócios ou acionistas desejarem realizar um aumento de capital da sociedade investida.

Diante de uma de qualquer das hipóteses facultativas de conversão, o investidor deverá manifestar, por meio da plataforma, se optará pela conversão em ações ou não, no prazo de até 10 (dez) dias a contar do recebimento da notificação da sociedade investida, sendo que o silêncio importa na autorização da plataforma a proceder a opção pela conversão em ações.

Neste mesmo instrumento, a empresa emissora se compromete e garante, de forma irrevogável e irretroatável, a tomar, e fazer com que os seus sócios ou acionistas tomem, todas as medidas necessárias para que os títulos de dívida sejam convertidos em ações preferenciais de emissão da Sociedade Investida, em um prazo de até 120 (cento e vinte) dias do recebimento da notificação pelo investidor, incluindo, mas não se limitando, todas as medidas para: (i) se a sociedade investida for ainda uma sociedade limitada, a transformação de seu tipo societário em sociedade por ações; (ii) a emissão de tais ações; e (iii) a inscrição e realização do registro dessas ações em nome dos investidores, representados pelo pela plataforma, nos respectivos livros próprios da empresa.

O próximo tópico do contrato talvez seja o mais importante: estruturação do cálculo e seus fixação dos seus parâmetros para se saber o preço da conversão. O método do cálculo pode variar para cada contrato ou plataforma. No contrato analisado, a quantidade de ações a serem recebidas pelo investidor, nos casos de conversão, será o resultado da divisão da soma do valor nominal unitário da totalidade dos títulos de dívida pelo preço por ação.

Neste caso, determinar o preço da ação é a tarefa mais importante. Para tanto, o contrato já prevê que o preço por ação adotado será o menor entre os seguintes valores: (i) 100% (cem por cento) do próximo preço por ação da sociedade investida praticado, tendo como base o valor por ação da sociedade investida pago pelos investidores em qualquer nova rodada de investimento, seja de emissão de títulos conversíveis em ações, de emissão de ações ou outra forma de injeção de capital na sociedade investida; e (ii) o valor total do *pre-money valuation* definido em momento anterior a captação, dividido pelo número de ações da sociedade investida, independentemente de serem ordinárias ou preferenciais, imediatamente

anterior a captação, assumindo a conversão anterior de todos os títulos conversíveis em ações, opções em ações e *warrants* já emitidos.

O investidor deve conhecer essa fórmula de cálculo e estudá-la, na medida em que será determinante para o sucesso no resultado final do investimento. Outrossim, vê-se que o *valuation* da empresa também é essencial, pois pode servir como base para futuras conversões. Entretanto, é neste aspecto que os investidores leigos têm maior dificuldade, haja vista que não possuem o *know-how* suficiente para determinar se o *valuation* realizado pela empresa emissora condiz com a realidade. Outrossim, neste estágio inicial, em especial das *startups*, essa avaliação é bastante subjetiva.

Noutro norte, o próximo capítulo, do contrato de investimento analisado, traz as características e direitos das ações que serão oferecidas para os investidores caso optem pela conversão. Em geral, são conferidos os direitos de preferência em casos de liquidação da empresa, como também os detentores dessas ações terão direito de preferência em casos de eventos para aumento de capital e em novas rodadas de investimento. Outrossim, essas ações também carregam os direitos de *tag along* e *put option*<sup>238</sup>. Contudo, essas ações não garantem qualquer preferência na distribuição de dividendos e, ainda, carregam o ônus do *drag along*.

Também é previsto o direito de cessão privada dos títulos de dívida conversíveis, mediante a assinatura de um termo de cessão entre cedente e cessionário, cujo modelo já vem anexo ao contrato. Ressalta-se que para exercer esse direito, o investidor deve comunicar previamente a sociedade investida, a fim de se evitar a existência de quaisquer conflitos de interesse.

Por fim, estão também previstos os deveres da sociedade investida, que refletem, basicamente: (i) a necessidade da sociedade investida e de seus administradores envidarem todos os esforços necessários para o seu sucesso; (ii) cumpra as obrigações do contrato e das leis tributária e trabalhista; e (iii) que se estabeleça um canal de comunicação por meio da plataforma, para que a sociedade investida preste as informações essenciais do negócio como, por exemplo, informações sobre as demonstrações da evolução dos indicadores chave do plano de negócios conforme informados no momento da oferta, indicadores de performance, comunicar a ocorrência de quaisquer eventos ou situações que sejam de seu conhecimento e que possam afetar negativamente sua habilidade de efetuar o pontual cumprimento das obrigações, etc.

---

<sup>238</sup> Neste caso, os investidores terão o direito, mas não a obrigação, de vender todas - e não menos que todas - as ações por ele detidas direta ou indiretamente para a sociedade investida e/ou seus sócios controladores por um valor previamente acordado que, geralmente, é de apenas R\$1,00 (um real).

Em suma, o contrato analisado se apresenta muito bem estruturado, e não poderia ser diferente, já que a média encontrada é de 40 páginas por instrumento, o que comprova a complexidade das relações jurídicas criadas: há a outorga de mandato; obrigações de pagamentos; obrigações de desempenho; obrigações de *best efforts*; obrigações relacionadas a transparência e comunicação de fatos; obrigações de emissão de notas representativas; obrigações de fazer, como a emissão de ações em caso de conversão; obrigações acessórias; termos e condições gerais, etc.

Ademais, a opção pela utilização dos títulos de dívida conversíveis parece bastante inteligente. Isso porque, esse modelo protege o investidor de uma possível responsabilização pelas obrigações da sociedade - principalmente nas esferas trabalhista e tributária -, até que a empresa se consolide para que então esse investidor se torne sócio. Não obstante, esse modelo também permite que a empresa não realize mudanças importantes de forma prematura, tendo em vista que concede um período de maturação para que possa se preparar, tanto financeiramente quanto estruturalmente, para esses eventos complexos de reestruturação societária.

### 3.2.2 – BREVISSÍMOS COMENTÁRIOS SOBRE OS INSTRUMENTOS JURÍDICOS UTILIZADOS POR OUTRAS PLATAFORMAS

O intuito deste último tópico, é mostrar as diferenças dos contratos utilizados pelas outras plataformas em relação ao que foi analisado acima, bem como delimitar qual o objeto do valor mobiliário ofertado.

Começando pela plataforma EqSeed, o contrato não foi de tão fácil obtenção, isso porque, aparentemente, pelo que foi analisado nas campanhas dos projetos “GreenAnt” e “3Cariocas”, as únicas em aberto em 30/06/2018, não foi fornecido, conforme exigido pela CVM, a minuta do contrato nos documentos anexos à oferta. Sendo assim, precisou-se simular a intenção de investimento para que então o contrato fosse enviado por e-mail.

Pois bem. O modelo contratual adotado por esta plataforma é mais simples, e tem como nome “contrato de investimento em nota conversível”. Primeiramente, não se trata de um título de dívida conversível, mas simplesmente de uma nota conversível formada pelo próprio contrato. Ou seja, não é celebrado um mútuo, como no contrato anterior, mas sim se adquire as ações da empresa, todavia, a emissão e subscrição dessas ações fica condicionada aos eventos de liquidez ou vencimento do título. Sendo assim, não há qualquer direito ou opção de reembolso.

Isso demonstra que este modelo é ainda mais arriscado que o anterior, tendo em vista que, mesmo diante do vencimento do título, e constatado que a empresa investida vai de mal à pior, o investidor não poderá optar pelo seu reembolso.

Noutro norte, o método do cálculo de conversão, para se saber quantas ações ou participação acionária o investidor terá, também é diferente. No caso deste contrato, o investidor terá direito a uma participação já pré-definida, que só será recalculada se ocorrer o aumento do capital social da investida entre a data do investimento e a data do recebimento das ações pelo investidor, que neste caso será calculada da seguinte forma, exemplificada no próprio contrato:

- (a) 1º momento: o INVESTIDOR investe R\$ 200.000,00, mediante a celebração de um Contrato de Investimento em Nota Conversível, que lhe dará direito a receber 20% das Ações da INVESTIDA;
- (b) 2º momento: a INVESTIDA aumenta seu capital e recebe R\$ 400.000,00 para entregar participações societárias no percentual de 15% do capital social. Nesse momento, o percentual do INVESTIDOR será calculado como  $Y = 20\% / (1 + (15\% / (1-15\%))) = 17,00000\%$ .
- (c) 3º momento: a INVESTIDA faz novo aumento de capital e recebe R\$ 600.000,00 para entregar participações societárias no percentual de 10% do capital social. Nesse momento, o percentual do INVESTIDOR será calculado como  $Y = 17,00000\% / (1 + (10\% / (1-10\%))) = 15,30000\%$ . Assim, com a transformação da INVESTIDA em sociedade anônima, o investidor receberá Ações que representam 15,30000% do capital social da INVESTIDA.<sup>239</sup>

Ademais, os eventos de liquidez, além do vencimento do título, são restritos e limitados aos casos em que a empresa investida atinja um faturamento anual pré-definido ou transfira o seu controle societário. Outra cláusula interessante, é a vedação de distribuição de lucros aos sócios enquanto a sociedade investida não se transformar em sociedade anônima, como também a vedação à participação em qualquer reorganização societária, como fusão, cisão ou incorporação.

Quanto ao contrato utilizado pela plataforma StartMeUp, este foi de fácil obtenção, de forma que foram seguidos os mesmos passos realizados na plataforma Kria, havendo somente uma campanha em aberto, cujo contrato era intitulado de “instrumento particular de contrato de investimento coletivo em empresas de pequeno porte – ICVM 588/17”.<sup>240</sup>

Esse contrato também se difere dos demais em relação a contrapartida oferecida, que, neste caso, é o direito de participar na distribuição dos resultados da empresa emissora ou,

<sup>239</sup> EQSEED. **GREENANT**. Disponível em: <<https://eqseed.com/investir/greenant>>. Acesso em: 30 jun. 2018

<sup>240</sup> STARTMEUP. **Ofertas em captação**. Disponível em: <<https://www.startmeup.com.br/#/oferta/abeeon>>. Acesso em: 30 jun. 2018.

ainda, a possibilidade de exercer tempestivamente o direito de converter as quotas de participação que o investidor detém em participação no capital social da emissora.

O valor da distribuição da participação é apurado de acordo com a forma prevista na legislação fiscal do regime de tributação com base no lucro presumido, o qual se baseia no faturamento bruto anual da emissora.

Outro aspecto interessante deste contrato, é a mitigação do direito de conversão das quotas de participação em participação no capital social. Isso porque, ainda que o investidor opte pela conversão, esta só se dará se a empresa investida concordar, a qual deverá pagar ao investidor, se negar o pedido de conversão, uma verba compensatória que será calculada por um referencial pré-definido.

Nesse sentido, o contrato possui um prazo de vigência que, quando atingido, se não ocorrer a conversão, o investidor perderá as quotas de participação e fará jus somente à verba compensatória.

Em relação ao contrato da plataforma Urbe.me, este também foi de fácil obtenção, e havia somente uma oferta em andamento. Essa plataforma é voltada somente para o financiamento de empreendimentos imobiliários, de forma que seu contrato, simplesmente chamado de “contrato de mútuo”, não prevê a compra ou conversão de ações ou participação acionária.

O contrato é bastante simples, com apenas 4 páginas, e tem a natureza jurídica de um contrato de investimento *strictu sensu*. O objeto contratual é o fornecimento de um empréstimo por parte do investidor que, em contrapartida, receberá um percentual do valor total das vendas referentes às unidades do empreendimento imobiliário comercializadas num prazo de 18 meses da assinatura do contrato. Ainda, o valor final pago ao investidor deverá ser, no mínimo, equivalente ao valor investido acrescido da remuneração correspondente a 120% (cento e vinte por cento) do CDI acumulado durante todo o período do contrato. Não há, portanto, qualquer possibilidade de conversão da obrigação em participação acionária.

Destarte, percebe-se que as plataformas têm plena liberdade para exercerem suas criatividade na hora de formularem seus contratos, permitindo-se uma série de arranjos diferentes, bem como na emissão de diversos tipos de valores mobiliários. Isso incentiva a competitividade sadia entre as plataformas, como também diversifica as opções disponíveis no mercado para os investidores e empresas emissoras. Todavia, percebe-se que ainda são poucas as ofertas em andamento, o que pode atrasar a análise dos resultados das estruturas contratuais atualmente adotadas, de forma que as plataformas demorarão mais para saber se o

instrumento jurídico utilizado hoje está “funcionando” ou se necessita passar por reformulações.

Por último, o processo de *valuation* da empresa se mostra fundamental para escolha da campanha de investimento que o investidor irá participar, motivo pelo qual deve ser realizado com bastante seriedade, buscando-se clareza dos parâmetros empregados para a sua quantificação. Nessa esteira, deve o investidor procurar se informar sobre esse processo de avaliação, a fim de se certificar que o valor apurado pela empresa emissora seja, de fato, condizente com a realidade do mercado. Talvez, por esta razão, a utilização do conhecimento do investidor líder, nos casos de existência de um sindicato, seja realmente importante para equilibrar essa assimetria de informações.

## CONCLUSÃO

Uma das barreiras encontradas pelas empresas que estão iniciando suas jornadas, especialmente as *startups*, é a dificuldade de se obter créditos para alavancar seus negócios. É inevitável que as empresas vão chegar em algum momento de suas histórias, onde não possuíram mais o capital próprio necessário para impulsionar suas operações, expandir o seu mercado ou, até mesmo, colocar em prática suas ideias e projetos.

Diante disso, viu-se por muito tempo empresas, com um enorme potencial de crescimento, enfrentarem uma série de obstáculos para encontrarem terceiros, como bancos, pessoas, ou fundos de investimento, que acreditassem no potencial de expansão do seu negócio e que, também, estivessem dispostos a contribuir financeiramente com este projeto.

Isso porque, o canal de comunicação e de divulgação desse mercado de financiamento era muito restrito, prejudicado pelo fato de que não se sabia como seria possível operacionalizar a interlocução entre os milhares de interessados (potenciais investidores e empresas). Somente investidores profissionais e fundos de investimentos especializados tinham contato com essas *startups* e, quanto aos bancos, esses dificilmente emprestam dinheiro sem haver a prestação de qualquer garantia, não passando, na realidade, de uma ilusão para essas empresas.

A impossibilidade de crescimento de um empreendimento, como visto, afeta toda a cadeia vinculada a sua atividade produtiva, sejam os empregados que perderão seus empregos, ou aqueles que deixarão de conseguir um, seja a população como um todo que deixará de receber, indiretamente, os benefícios dos tributos que aquela empresa poderia recolher ou, então, seja pela expectativa das pessoas se beneficiarem de um produto ou serviço inovador e facilitador.

Foi então que durante este estudo se viu o surgimento do *crowdfunding* como instrumento de capitalização de recursos da massa, mostrando-se como solução perfeita para combinar a necessidade das *startups* de alavancarem os seus negócios, com o interesse de diversos indivíduos que querem diversificar seus investimentos, assumindo o risco de apostar, pouco ou muito dinheiro, em um negócio que lhes pode trazer um grande retorno financeiro.

O anseio das pessoas de apoiarem e se envolverem em projetos com os quais se preocupam, está profundamente enraizado em nossa humanidade. Nesse norte, o *crowdfunding* pode ser visto como uma resposta natural para o preenchimento da lacuna

deixada na distribuição adequada de capital e dos modelos de financiamento da sociedade moderna, cabendo, assim, ao Estado abrir as portas para o seu correto funcionamento.

Neste contexto criado durante o trabalho, e longe de esgotar o tema, rico em nuances, conclui-se pelo satisfatório cumprimento dos objetivos propostos, na medida em que se pôde demonstrar os principais aspectos práticos e jurídicos que envolvem o *crowdfunding* de investimento: sua origem; sua definição; de qual matriz se desdobrou; seu mecanismo de funcionamento; seus atores; forma e competência para regulação e fiscalização; natureza jurídica do seu objeto; influência prática das normas; e aspectos centrais dos contratos de investimento originados da sua utilização.

Deste modo, o primeiro capítulo trouxe à baila deste estudo a importância do *crowdfunding* como instrumento de obtenção de financiamento, mostrando que há séculos a sua ideia já era concebida, mas que agora a ela foram incorporadas a tecnologia e a *Web 2.0*. Ideia esta que se provou advir do poder da multidão, concluindo-se que, quando as pessoas estão engajadas, é possível movimentar enormes quantias de dinheiro, de forma que os bancos ou fundos de investimento não se apresentam mais como a única solução para o empresário que necessita de recursos para expandir seus negócios e, por outro lado, para o investidor, que precisa estagnar seu capital na poupança ou em investimentos de baixa remuneração.

Também se mostrou o emergente crescimento deste mercado, que já movimentou mais de 30 bilhões de dólares, mesmo diante da escassez regulatória que durou por muitos anos, estimando-se que até 2025 esta movimentação chegue à incríveis 90 bilhões de dólares por ano.

Ainda no primeiro capítulo, concluiu-se que as diferentes modalidades de *crowdfunding* partem do mesmo conceito, ou seja, utilizam a multidão e as plataformas eletrônicas como instrumentos de captação de recursos, oferecendo diferentes objetos de troca. Deparou-se que nos modelos de doação, os projetos sociais preponderam e são mais propensos de obterem êxito, sendo que o retorno para o doador é puramente emocional. Já no modelo baseado em recompensas, percebeu-se também a predominância de projetos sem fins lucrativos, mas que não possuem um fim social necessariamente como, por exemplo, projetos artísticos, cinematográficos, musicais, etc. Concluiu-se que esses são os modelos mais explorados no país, devido a sua facilidade de operação, diversificação dos projetos, alta quantidade de campanhas abertas, ausência de entraves legais e, claro, devido à sua capacidade de sensibilizar os financiadores.

Viu-se que o modelo de *crowdfunding* de empréstimos não é puramente aplicado no país, na medida em que os entraves regulatórios estrangulam sua operação, de forma que as

plataformas existentes funcionam, via de regra, como correspondentes bancários, não se aplicando, portanto, o conceito legítimo de *crowdfunding*.

Já no segundo capítulo, pôde-se estudar mais a fundo a figura do *crowdfunding* de investimento. Apresentou-se que essa modalidade só começou a ganhar força no Brasil a partir de julho de 2017, quando a Comissão de Valores Mobiliários editou sua regulamentação. Demonstrou-se que o objeto de oferta pelas empresas participantes são, na verdade, valores mobiliários, provando-se que os contratos de investimentos se enquadram nesses títulos. Diante da constatação de que se trata da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, concluiu-se que a CVM é a responsável por regular e fiscalizar essa atividade.

No que diz respeito ao escopo do terceiro capítulo, observou-se a direção principiológica seguida pela CVM ao criar a Instrução CVM n. 588/2017, como também se analisou as suas principais normas e seus impactos no dia a dia dos seus personagens. Percebeu-se que era urgente a regulação deste mercado, haja vista que estava estagnado diante da insegurança jurídica, mostrando-se positiva a realização de uma audiência pública para criação da norma, a fim de se buscar atender, a medida do possível, os mais diferentes interessados. Isso demonstra o interesse do órgão regulador em realizar um equilíbrio entre a necessidade de proteção do investidor e, ao mesmo, não inviabilizar o funcionamento deste modelo.

Concluiu-se também que a CVM foi bastante flexível em alguns pontos, reconhecendo a deficiência de algumas normas da minuta da instrução, aceitando, por conseguinte, as sugestões propostas em audiência pública. De forma geral, constatou-se que os limites legais estabelecidos na instrução não tornaram inviável o funcionamento desta modalidade de investimento no país e, por enquanto, atendem a necessidade do mercado. Ademais, observou-se que a instrução normativa criou requisitos para a operação das plataformas e participação das empresas e investidores. Constatou-se, que a maior preocupação da CVM, é corrigir a assimetria de informações existente entre os investidores inexperientes e as empresas emissoras, razão pela qual criou-se uma série de mecanismos normativos para tentar mitigar os riscos que esses investidores estão sujeitos por conta dessa disparidade.

Por outro lado, percebeu-se que a CVM também adotou uma postura bastante cautelosa em alguns aspectos, frente à novidade deste mercado e a falta de resultados para medir as consequências indesejáveis que podem surgir do funcionamento do *crowdfunding* no país. Isso pode trazer dificuldades para operação de alguns tipos de plataformas como, por

exemplo, a Urbe.me, a qual trata exclusivamente acerca de investimentos em empreendimentos imobiliários e, assim, um limite de captação de 5 milhões de reais pode não ser suficiente, haja vista que projetos como estes dependem de um financiamento muito maior.

Nessa linha, concluiu-se que a plataforma eletrônica é o ator com o maior número de obrigações e deveres, isso porque, demonstrou-se que essas intermediadoras, na visão da CVM, devem funcionar como *gatekeepers* da distribuição dos valores mobiliários, já que a CVM não realiza, a priori, fiscalização direta dessas ofertas. Sendo assim, provou-se que as plataformas possuem, majoritariamente, uma obrigação de meio, e não de fim, devendo, então, envidar todos os esforços para garantir o cumprimento das normas pelos demais atores e a veracidade das informações prestadas.

Por último, destacou-se as principais cláusulas do contrato de investimento utilizado pela plataforma eletrônica Kria, demonstrando-se que este instrumento é utilizado para criar a relação jurídica entre a plataforma, os investidores e as empresas, de forma que este contrato é o responsável por dar origem ao valor mobiliário, bem como os direitos e obrigações a ele inerentes. Neste diapasão, observou-se que o contrato utilizado é considerado complexo, tendo em vista as diversas obrigações de diferentes naturezas jurídicas, como também na pluralidade de direitos e deveres de cada um dos três personagens envolvidos.

Observou-se que a plataforma Kria prefere adotar a emissão de valores mobiliários na forma de títulos de dívida conversíveis, modelo este que, por enquanto, mostra-se viável. Isso porque, esse modelo protege o investidor de uma possível responsabilização pelas obrigações da sociedade - principalmente nas esferas trabalhista e tributária -, até que a empresa se consolide para que então esse investidor se torne sócio. Não obstante, esse modelo também permite que a empresa não realize mudanças importantes em sua estrutura societária de forma prematura, tendo em vista que concede um período de maturação para que possa se preparar tanto financeiramente, quanto estruturalmente.

Viu-se, também, que no Brasil ainda não se formou entre as plataformas uma padronização dos contratos, como ocorre nos EUA, em que muitas utilizam os modelos SAFE e KISS. Entretanto, ainda não se pode afirmar que a falta de padronização seja um fator negativo, ou então que a liberdade das plataformas para formarem seus contratos seja positiva, haja vista que esse fenômeno é muito recente no país, o que dificulta uma análise das consequências que os atuais contratos terão na prática.

Noutro norte, concluiu-se que o *crowdfunding* significa um investimento de alto risco, com títulos de baixa liquidez no início e com grandes chances de insucesso. Outrossim,

viu-se que os investidores devem se atentar ao processo de *valuation* da empresa investida, pois, se realizado de forma equivocada e destoada da realidade do mercado, pode significar em perda significativa do investimento, na medida em que resultará em uma participação menor ou, então, em uma participação justa mas que não implicará, necessariamente, num bom retorno financeiro se a empresa não prosperar. É por esta razão que a regulação do setor é importante, a fim de garantir que os investidores terão as informações necessárias e verídicas para auferirem um juízo de valor sobre as ofertas.

Por fim, o autor apresenta como conclusão final do trabalho que, na teoria, a regulamentação trazida pela CVM não é, em si, um óbice ao exercício do *crowdfunding* de investimento no país. Apesar de algumas posturas conservadoras e cautelosas, o órgão regulador se mostrou bastante aberto e preocupado com o sucesso dessa modalidade. Entretanto, somente o tempo e o próprio mercado irão dizer se a regulação está, na prática, impedindo o desenvolvimento desta modalidade de financiamento, principalmente no que diz respeito às obrigações das plataformas, pois por enquanto ainda não precisam lidar com uma grande demanda, o que facilita o controle e fiscalização das ofertas. Sendo assim, como a própria CVM já destacou no relatório da audiência pública, deve-se manter uma postura aberta à mudanças e atualizações da norma à medida em que os problemas e novas fases vão surgindo, tendo em vista que se trata de um novo fenômeno no Brasil.

## REFERÊNCIAS

### **Doutrina:**

- AGRAWAL, Ajay K.; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. **Some Simple Economics of Crowdfunding**. Toronto: Innovation Policy and The Economy, V. 14, p. 63-97. 2013. p. 64.
- AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. **Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding?** MIT Sloan Research Paper No. 5126-15, [s. L.], v. 58, n. 2, p.111-124, fev. 2015.
- AGRAWAL, Ajay; GOLDFARB, Avi; CATALINI, Christian. Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions. **Journal of Economics & Management Strategy**. Toronto, p. 253-274, maio 2015.
- AHLERS, Gerrit et al. Signaling in Equity Crowdfunding. **Entrepreneurship Theory and Practice, Forthcoming**. Berlim, p. 955-980, fev. 2015.
- ALEGRE, Inés; MOLESKIS, Melina. **Crowdfunding: A Review and Research Agenda**. 40 f. Working Paper - IESE Business School – University of Navarra, 2016.
- BAUCUS, Melissa S.; MITTENESS, Cheryl R. Crowdfunding: Avoiding Ponzi entrepreneurs when investing in new ventures. **Business Horizons**, [s. L.], v. 59, n. 1, p.37-50, 2016.
- BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding: Tapping the right crowd. **Journal of Business Venturing**, [s. L.], v. 29, n. 5, p.585-609, set. 2014.
- BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. Individual Crowdfunding Practices. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**. [s. L.], p. 313-333. jan. 2013.
- BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. **Crowdfunding: An Industrial Organization Perspective**. Paris: Digital Business Models: Understanding Strategies, 2010.
- BERGER, Allen; UDELL, Gregory. Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. **The Journal of Business**. Chigago, p. 351-381. fev. 1995.
- CASSAR, Gavin. The financing of business start-ups. **Journal of Business Venturing**. Nova Iorque, p. 261-283. abr. 2004.
- BOBBIO, Norberto. **Liberalismo e democracia**. Trad. Marco Aurélio Nogueira. São Paulo: Brasiliense, 1992.

BRADFORD, C. Steven. **Crowdfunding and the Federal Securities Laws**. Nova Iorque: Columbia Business Law Review, 2012.

CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. Equity crowdfunding: regime jurídico e sua nova regulamentação. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 78. ano.20, p. 47-76. São Paulo: Ed. RT. out./dez., 2017.

CASAMATTA, Catherine; HARITCHABALET, Carole. Dealing with Venture Capitalists: Shopping Around or Exclusive Negotiation. **Review of Finance**. Oxford, v. 18, n. 5, p.1743-1773, ago. 2011.

CHOLAKOVA, Magdalena; CLARYSSE, Bart. Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? **Entrepreneurship Theory and Practice**. [s. L.], p. 145-172, jan. 2015.

COPELAND, Adam J. Crowdfunding a New Church: A Multimodal Analysis of Faith-Related Giving Rhetoric on Indiegogo. **Heidelberg Journal of Religions On The Internet**. Heidelberg, set. 2015.

CUMMING, Douglas J.; LÉBOEUF, GAËL; SCHWIENBACHER, Armin. **Crowdfunding models: Keep-it-all vs. all-or-nothing**. Paris: finance meeting EUROFIDAI-FFI, dec. 2014.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais - regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2ª ed., 2008.

ENNICO, Cliff. **The Crowdfunding Handbook: Raise Money for Your Small Business or Start-Up with Equity Funding Portals**. Fairfield: Amacom, 2016.

ETHANMOLLICK. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. **Journal Of Business Venturing**. [s. L.], p. 1-16. jan. 2014.

FELIPE, Israel José dos Santos. **Determinantes do sucesso de campanhas de equity e de reward crowdfunding**. 197 f. Tese (Doutorado) - Escola de Administração de Empresas, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2017.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. Crowdfunding de participação e financeiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 79. ano 21. p. 37-52. São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2018.

FRYDRYCH, Denis. Exploring entrepreneurial legitimacy in reward-based crowdfunding. **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**. [s. L.], p. 247-269. mar. 2014.

GIUDICI, Giancarlo et al. **Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?** Milão: Ssrn Journal, 10.2139/ssrn.2157429. 2012.

HEMER, Joachim. **A snapshot on crowdfunding**. Working Papers firms and region. R2/2011 - Fraunhofer ISI, Karlsruhe, 2015.

KAPPEL, Tim. Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S. **Loyola Of Entertainment Law Review**. Los Angeles, p. 375-386. jun. 2009.

KLEEMANN, Frank; VOß, G. Günter; RIEDER, Kerstin. Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. **Science, Technology & Innovation Studies**, Chemnitz, v. 4, n. 1, p.5-26, maio 2008.

LARRIMORE, L et al. Peer to peer lending: The relationship between language features, trustworthiness, and persuasion success. **Journal of Applied Communication Research**. Ithaca. jan. 2011.

LEE, Sang-heui; DEWESTER, David; PARK, So Ra. Web 2.0 and opportunities for small businesses. **Service Business: an International Journal**. Berlin, p. 335-345. mar. 2008.

LEY, Andy; WEAVEN, Scott Keith W. Exploring agency dynamics of crowd funding in start-up capital financing. **Academy Of Entrepreneurship Journal**, [s. L.], v. 17, n. 1, p.85-110, 2011.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Editora FGV, v.1. t.1, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 25, n. 2, p.37-51, jun. 1985.

MENDES, André Pacheco Teixeira; JUNQUEIRA, Carlos Augusto. **Cartilha do investimento coletivo: orientações a investidores e gestores. Equity crowdfunding no Brasil hoje**. FGV DIREITO RIO - Cadernos FGV Direito Rio - Série Clínicas, 2016.

MEYSKENS, Moriah; BIRD, Lacy. Crowdfunding and Value Creation. **Entrepreneurship Research Journal**. [s. L.], p. 155-166, jan. 2015.

MOLLICK, Ethan. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. **Journal of Business Venturing**. Pennsylvania, p. 1-16. ago. 2013.

MONFORTE, Judit Mata. **Las campañas de crowdfunding. Su eficacia en proyectos lucrativos y causas sociales**. Barcelona: Universitat Ramon Llull. Fccb - Comunicació, 2014.

MORSE, Adair. Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending. **Annual Review of Financial Economics**, [s. L.], v. 7, n. 1, 2015.

MYERS, Stewart; MAJLUF, Nicholas. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, [s. L.], v. 13, n. 2, p.187-221, jun. 1984.

NEVES, Rubia Carneiro; RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. **Equity crowdfunding no ordenamento brasileiro: reflexão sobre funcionamento e enquadramento jurídico**. Curitiba: XXV Congresso CONPEDI, 2016.

ORDANINI, Andrea et al. Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platform. **Journal of Service Management**. p. 443-470. ago. 2011.

POETZ, Marion K.; SCHREIER, Martin. The Value of Crowdsourcing: Can Users Really Compete with Professionals in Generating New Product Ideas? **Journal of Product Innovation Management**. Copenhagen, p. 1-37. dez. 2009.

POTENZA, Guilherme Perez; OLIVEIRA, Alexandre Edde Diniz de. REGULANDO A INOVAÇÃO: O CROWDFUNDING E O EMPREENDEDORISMO BRASILEIRO. **Thomson Reuters: Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 15, n. 1, p.69-107, jun. 2016.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, [s. L.], v. 11, n. 41, p.121-126, set. 2008.

RÖTHLER, David; WENZLAFF, Karsten. Crowdfunding Schemes in Europe. **EENC Report**. [s. L.], p. 1-59. set. 2011.

SANTOS, João Vieira dos. Crowdfunding como forma de captação das sociedades. **Revista Eletrônica de Direito**, Coimbra, jun. 2015.

SCHWIENBACHER, Armin; LARRALDE, Benjamin. **Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures**. Oxford: Oxford University Press, 2010.

SIQUEIRA, Érica; DINIZ, Eduardo. **Equity crowdfunding no brasil: características dessa modalidade de investimentos, novos aspectos regulatórios e o perfil do investidor**. São Paulo: Seminários em Administração - Semead - Usp, 2017.

STEINBERG, Scott; DEMARIA, Rusel. **The Crowdfunding Bible: How to Raise Money for Any Startup, Video Game or Project**. Read.me, 2012.

STEMLER, Abbey. The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power and money of the masses. **Business Horizons**, [s. L.], v. 56, n. 3, p.271-275, maio 2013.

STIVER, Alexandra et al. Civic crowdfunding research: Challenges, opportunities, and future agenda. **New Media & Society**. The Open University, UK, nov. 2014.

SUROWIECKI, James. **The Wisdom of Crowds**. New York: Anchor Books, 2005.

TORRES, Haroldo; GORINI, Marco; FUKAYAMA, Marcel. **Equity Crowdfunding: o que é? Como pode ser utilizado?** Dynamo Consultoria: Força Tarefa de Finanças Sociais, 2017.

VITALE, Matthew. Crowdfunding: Recent International Developments and Analysis of Its Compatibility with Australia's Existing Regulatory Framework. **SSRN Journal**. 10.2139/ssrn.2324573. [s. L.], p. 1-13. set. 2013.

WILSON, Karen E.; TESTONI, Marco. **Improving the role of equity crowdfunding in europe's capital markets**. Bruegel Policy Contribution Paper. [s. L.], p. 1-14, ago. 2016.

WROLDSSEN, Jack. Crowdfunding Investment Contracts. **11 Virginia Law & Business Review**, [s. L.], p.1-75, 2017.

YOUNKIN, Peter; KASHKOOLY, Keyvan. What problems does crowdfunding solve? **California Management Review**. San Francisco, p. 20-43. mar. 2016.

### **Legislação:**

BRASIL. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/lcp/lcp123.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/lcp/lcp123.htm)>. Acesso em: 30 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em: 24 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei Federal nº 9.504, de 30 de setembro de 1997. Estabelece normas para as eleições. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/19504.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/19504.htm)>. Acesso em: 20 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei Federal nº 13.043, de 13 de novembro de 2014. Dispõe sobre os fundos de índice de renda fixa, sobre a responsabilidade tributária na integralização de cotas de fundos ou clubes de investimento por meio da entrega de ativos financeiros, sobre a tributação das operações de empréstimos de ativos financeiros e sobre a isenção de imposto sobre a renda na alienação de ações de empresas pequenas e médias. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2014/lei/L13043.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/lei/L13043.htm)>. Acesso em: 30 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei Federal n. 13.488, de 6 de outubro de 2017. Altera as Leis nos 9.504, de 30 de setembro de 1997 (Lei das Eleições), 9.096, de 19 de setembro de 1995, e 4.737, de 15 de julho de 1965 (Código Eleitoral), e revoga dispositivos da Lei no 13.165, de 29 de setembro de 2015 (Minirreforma Eleitoral de 2015), com o fim de promover reforma no ordenamento político-eleitoral. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2017/lei/L13488.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13488.htm)>. Acesso em: 20 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 588, de 13 de julho de 2017. 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. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst588.html>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 400, de 29 de dez. de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>>. Acesso em: 27 jun. 2018

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2018. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>>. Acesso em: 30 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Tribunal Superior Eleitoral. Resolução n. 23.553, de 18 de dezembro de 2017. Dispõe sobre a arrecadação e os gastos de recursos por partidos políticos e candidatos e sobre a prestação de contas nas eleições. Brasília, DF. Disponível em: <Dispõe sobre a arrecadação e os gastos de recursos por partidos políticos e candidatos e sobre a prestação de contas nas eleições.>. Acesso em: 20 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. Parecer de Orientação CVM 32. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare032.html>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

### Fontes eletrônicas:

ADOPTACLASSROOM. **All students deserve to have the tools they need to learn. Together, we make that possible.** Disponível em: <<https://www.adoptaclassroom.org/>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Remuneração dos Depósitos de Poupança.** Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/poupanca/poupanca.asp>>. Acesso em: 24 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **O que é a CVM?** Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso\\_informacao/servidores/estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/servidores/estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf)>. Acesso em: 25 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise.** Audiência Pública SDM nº 06/16 – Processo CVM nº RJ/2013-11877. p. 11-12. 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: 28 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Comissão De Valores Mobiliários. **Plataformas eletrônicas de investimento participativo (crowdfunding).** Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas\\_de\\_crowdfunding/Plataformas-de-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding-.html](http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/plataformas_de_crowdfunding/Plataformas-de-eletronicas-de-investimento-participativo-crowdfunding-.html)>. Acesso em: 15 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **População do Brasil.** Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

BUSINESSWIRE. **Kiva.org Reaches \$1 Billion Milestone in Crowd-Funding Loans Disbursed Globally.** Disponível em: <<https://www.businesswire.com/news/home/20170626005236/en/Kiva.org-Reaches-1-Billion-Milestone-Crowd-Funding-Loans>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

BUTCHER, Mike. **Grow VC launches, aiming to become the Kiva for tech startups.** Disponível em: <<https://techcrunch.com/2010/02/15/grow-vc-launches-aiming-to-become-the-kiva-for-tech-startups/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

CARVALHO, Rafael. **Quais são e como funcionam as plataformas de crowdfunding no Brasil.** Disponível em: <<https://www.napratica.org.br/crowdfunding-no-brasil/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

CATARSE. **Quem somos.** Disponível em: <<https://crowdfunding.catarse.me/quem-somos>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

RUBICON. **What are the key differences between the Y Combinator SAFE and 500 Startups KISS?** Disponível em: <<http://www.rubiconlaw.com/what-are-all-the-key-differences-between-the-y-combinator-safe-and-500-startups-kiss/>>. Acesso em: 24 jun. 2018.

CROWDER, David. **AngelList Review.** Disponível em: <<https://goldiraguide.org/angellist-review/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

EQSEED. **GREENANT.** Disponível em: <<https://eqseed.com/investir/greenant>>. Acesso em: 30 jun. 2018

Estados Unidos da América. **Securities Act of 1933.** 27 de maio de 1933, ch. 38, title I, Sec. 1, 48 Stat. 74. section 2(a)(1). Disponível em: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>. Acesso em: 26 jun.2018.

FUNDLY. **General Crowdfunding Statistics.** Disponível em: <<https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

GURU, Impact. **12 Key Moments in the History of Crowdfunding (so far).** Disponível em: <<https://medium.com/@ImpactGuru/12-key-moments-in-the-history-of-crowdfunding-so-far-3f614273d95>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

IMPOSTÔMETRO. **BRASIL.** Disponível em: <<https://impostometro.com.br/>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

INDIEGOGO. **Choose Your Funding Type: Can I Keep My Money?** Disponível em: <<https://support.indiegogo.com/hc/en-us/articles/205138007-Choose-Your-Funding-Type-Can-I-Keep-My-Money->>. Acesso em: 21 jun. 2018.

INTERNET WORLD STATS. **Internet usage statistics.** Disponível em: <<https://www.internetworldstats.com/stats.htm>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

JUSTGIVING. **About us.** Disponível em: <<https://www.justgiving.com/about-us>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

KICKSTARTER. **Stats.** Disponível em: <<https://www.kickstarter.com/help/stats>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Why is funding all-or-nothing?** Disponível em: <<https://help.kickstarter.com/hc/en-us/articles/115005047893-Why-is-funding-all-or-nothing->>. Acesso em: 21 jun. 2018.

KRIA. **Empresas captando.** Disponível em: <<https://www.kria.vc/organizacoes/captando>>. Acesso em: 29 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Resale.** Disponível em: <<https://www.kria.vc/empresas/resale>>. Acesso em: 29 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Como definir os termos da rodada?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000680612-Como-definir-os-termos-da-rodada->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Como é determinado o sucesso da oferta?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000679572-Como-é-determinado-o-sucesso-da-oferta->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Como funciona o processo de investimento no Kria?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000679292-Como-funciona-o-processo-de-investimento-no-Kria->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Nossa história.** Disponível em: <<https://www.kria.vc/nossa-historia>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Os empreendedores buscam investidores de equity ou dívida?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000677932-Os-empreendedores-buscam-investidores-de-equity-ou-dívida->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Quais as etapas da captação?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000699971-Quais-as-etapas-da-captação->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Quais os modelos de captação?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000695711-Quais-os-modelos-de-captação->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Qual o valor mínimo do investimento?** Disponível em: <<https://kria.zendesk.com/hc/pt-br/articles/360000698591-Qual-o-valor-mínimo-do-investimento->>. Acesso em: 23 jun. 2018.

KUKKOSUO, Miikka. **Venture capital 2.0: Grow VC launches private beta (we have invites).** Disponível em: <<http://arcticstartup.com/venture-capital-2-0-grow-vc-launches-private-beta-we-have-invites/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

LAPORTA, Taís. **Spread bancário cai em 2017, mas ainda está entre os mais altos do mundo.** Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/spread-bancario-cai-em-2017-mas-ainda-esta-entre-os-mais-altos-do-mundo.ghml>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

LENDINGCLUB. **About us.** Disponível em: <<https://www.lendingclub.com/company/about-us>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **How does an online credit marketplace work?** Disponível em: <<https://www.lendingclub.com/public/how-peer-lending-works.action>>. Acesso em: 21 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **How to Get a Small Business Loan.** Disponível em: <<https://blog.lendingclub.com/how-to-get-a-small-business-loan/>>. Acesso em: 22 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. **Lending Club Statistics**. Disponível em:  
<<https://www.lendingclub.com/info/statistics.action>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

MASTERS, Tim. **Marillion 'understood where the internet was going early on'**. Disponível em: <<http://www.bbc.com/news/entertainment-arts-23881382>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

MCKINSEY&COMPANY. **Offline and falling behind: Barriers to Internet adoption**. San Francisco, 2014. Disponível em:  
<[https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/High Tech/Our Insights/Offline and falling behind Barriers to Internet adoption/Offline\\_and\\_falling\\_behind\\_barriers\\_to\\_internet\\_adoption\\_full report\\_FINAL.ashx](https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/High Tech/Our Insights/Offline and falling behind Barriers to Internet adoption/Offline_and_falling_behind_barriers_to_internet_adoption_full_report_FINAL.ashx)>. Acesso em: 20 jun. 2018.

MILLER, Zack. **The Top 7 Biggest Equity Crowdfunding Sites**. Disponível em:  
<<https://www.thebalancesmb.com/top-biggest-equity-crowdfunding-sites-985234>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

OPA. **Our story**. Disponível em: <<https://www.zopa.com/about/our-story>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

PERONI, Bruno Oliva. **Levantamento do mercado de equity crowdfunding no Brasil: maio/2017**. Disponível em: <<https://sebraers.com.br/start-up/levantamento-do-mercado-de-equity-crowdfunding-no-brasil-maio-2017/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

PIVA, Naiady. **Como a “vaquinha virtual” virou um mercado de mais de R\$ 40 milhões**. Disponível em: <<https://www.gazetadopovo.com.br/economia/livre-iniciativa/empreender/como-a-vaquinha-virtual-virou-um-mercado-de-mais-de-r-40-milhoes-04nbvhjqs0iiaufplogrbia6>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

PROSPER. **Our Story**. Disponível em: <<https://www.prosper.com/home/about>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

QUITTNER, Jeremy. **Indiegogo Launches Its New Equity Crowdfunding Service**. Disponível em: <<http://fortune.com/2016/11/15/indiegogo-equity-crowdfunding-2/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

RAO, Leena. **Fundraising Platform For Startups ProFounder Shuts Its Doors**. Disponível em: <<https://techcrunch.com/2012/02/17/startup-fundraising-platform-profounder-shuts-its-doors/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

STARTUPI. **Broota Brasil recebe aporte do fundo Leblon Equities, lança nova marca e abre sua terceira oferta pública**. Disponível em: <<https://startupi.com.br/2018/03/broota-brasil-recebe-aporte-do-fundo-leblon-equities-lanca-nova-marca-e-abre-sua-terceira-oferta-publica/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

BRASIL. Supremo Tribunal de Federal. **STF conclui julgamento sobre financiamento de campanhas eleitorais**. Disponível em:  
<<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=300015>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

\_\_\_\_\_. Supremo Tribunal Federal. **STF julga inconstitucional norma que permitia doações eleitorais ocultas.** Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=373215>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

TAKAHASHI, Dean. **Indiegogo moves beyond crowdfunding to help startups with manufacturing.** Disponível em: <<https://venturebeat.com/2018/01/15/indiegogo-moves-beyond-crowdfunding-to-help-startups-with-manufacturing/>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

WORLD BANK. **Crowdfunding's Potential for the Developing World.** Washington, Dc: World Bank, 2013. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17626>>. Acesso em: 20 jun. 2018. p. 43-44.